



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7/2024



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	12
3 Precios y costes	19
4 Evolución de los mercados financieros	25
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	31
Recuadros	39
1 Fragmentación geopolítica de los proyectos <i>greenfield</i> de inversión extranjera directa a nivel mundial y en la zona del euro	39
2 Evidencia e implicaciones económicas de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense	45
3 El impacto de las entidades con fines especiales en los vínculos financieros transfronterizos de la zona del euro	52
4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	58
5 La causa principal de la inflación reciente según los consumidores: cambios en su percepción a lo largo del tiempo	64
6 Precisión de las proyecciones de crecimiento económico elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE desde la pandemia de COVID-19	68
7 Explicación de las revisiones de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales: información procedente de la encuesta a analistas de política monetaria	74
8 La posición fiscal de la zona del euro en 2024	78
Artículos	83
1 La rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento Europeo en la legislatura 2019-2024: compromiso en tiempos de cambio	83
2 La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación: política monetaria, condiciones económicas y de financiación y expectativas de inflación	87

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 esperado¹. 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

¹ 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.

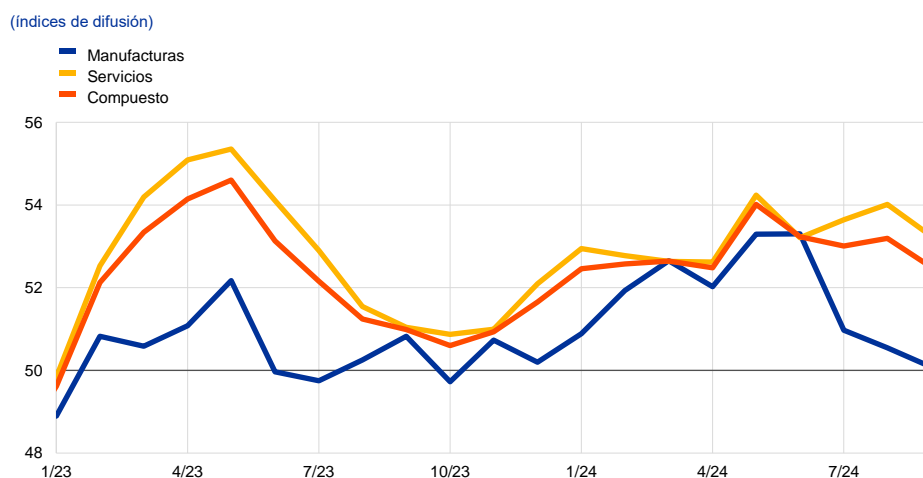
En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 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.

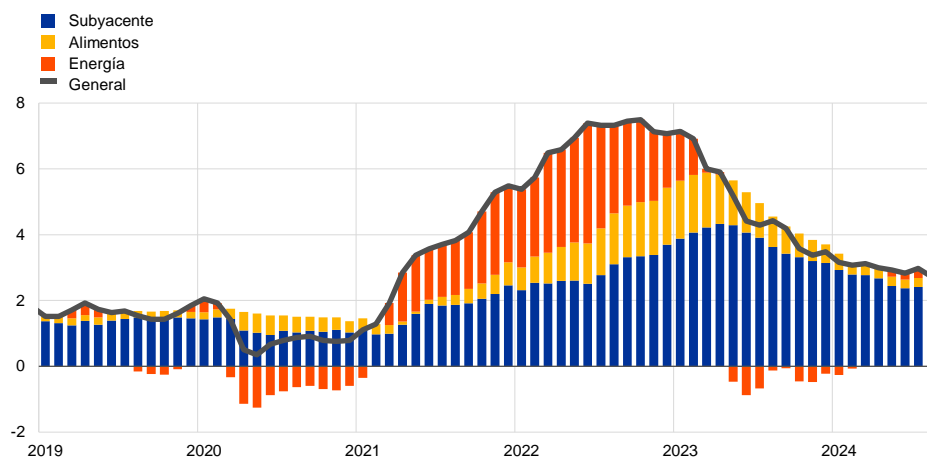
En las economías de la OCDE, la inflación continúa moderándose, aunque persisten las presiones inflacionistas subyacentes. En agosto, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) descendió hasta situarse 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 bienes². 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.

² 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 Federal³. 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

³ 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.

2 Actividad económica

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 hogares⁴. 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.

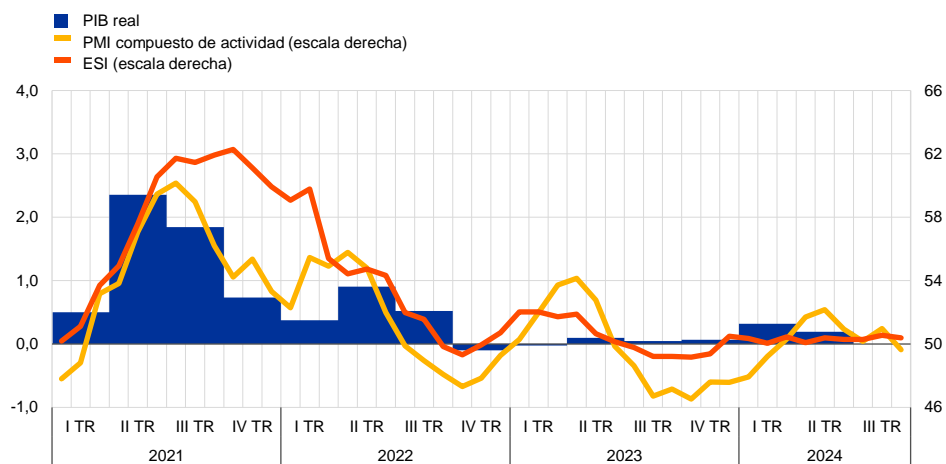
Los datos disponibles sugieren que la economía volvió a debilitarse hacia el final del tercer trimestre de 2024. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad cayó en septiembre y, en consecuencia, el indicador promedio para el tercer trimestre descendió hasta el umbral de 50 puntos,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

⁴ 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.

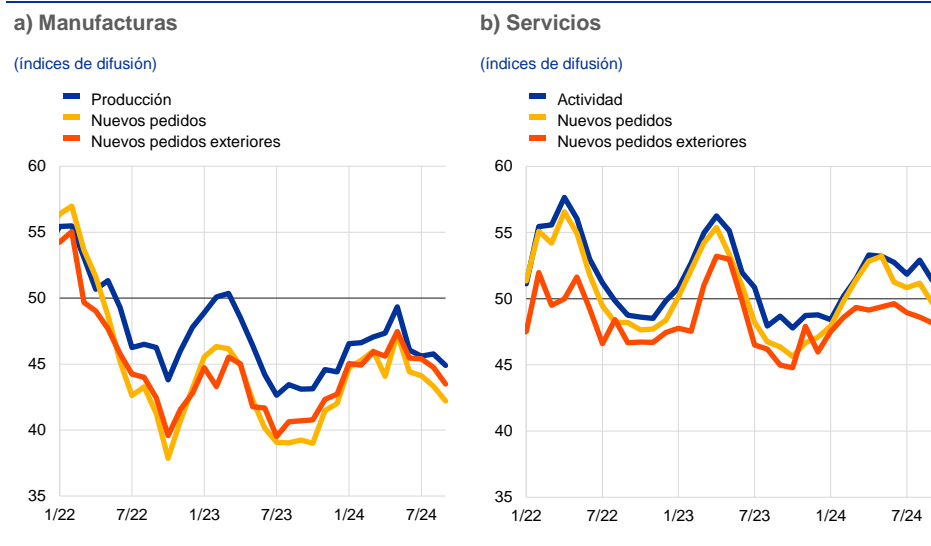
La actividad de los servicios ha seguido creciendo, si bien a un ritmo más lento.

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 agosto⁵. 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 2021⁶.

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

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

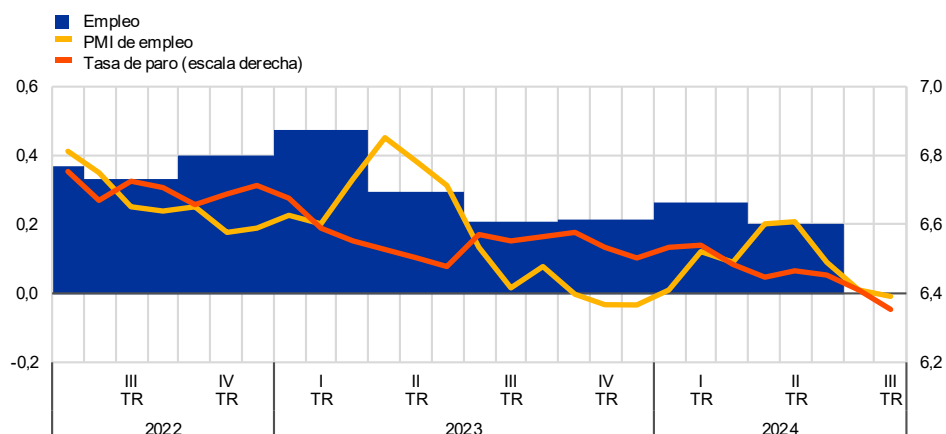
⁶ La tasa de ofertas de empleo se define como el número de ofertas de empleo dividido por la suma de esta cifra y del número de ocupados.

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

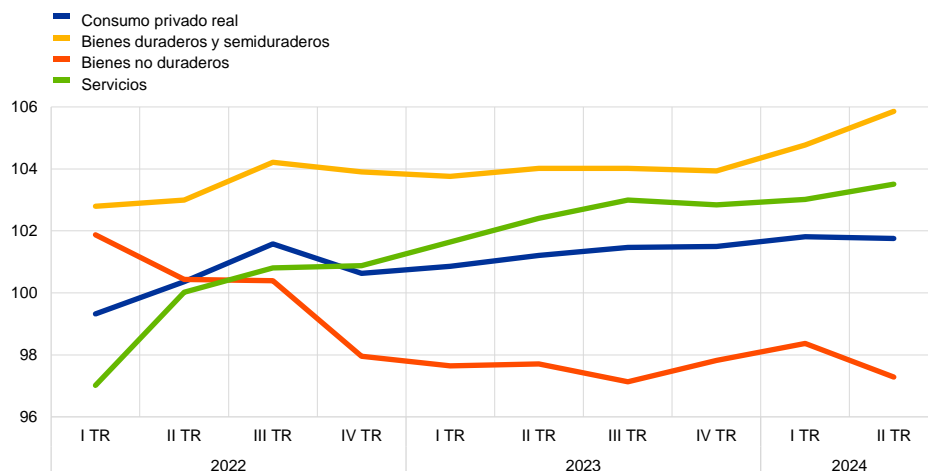
sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes se moderaron en septiembre, pero siguieron siendo acordes con su media previa a la pandemia.

Gráfico 6

Consumo privado real, confianza de los consumidores y expectativas

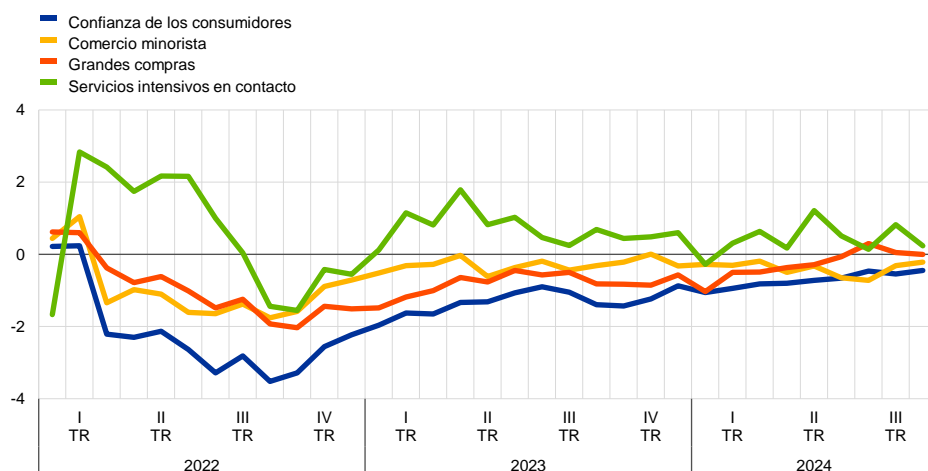
a) Consumo privado real y sus componentes

(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

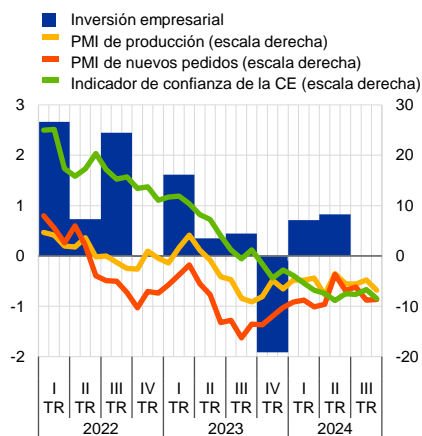
Europea relativo al sector hasta septiembre se han estabilizado, en general, en los últimos meses, y el PMI de nuevos pedidos ha descendido. La evolución de la inversión ha sido dispar en las distintas categorías de inversión desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria a finales 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

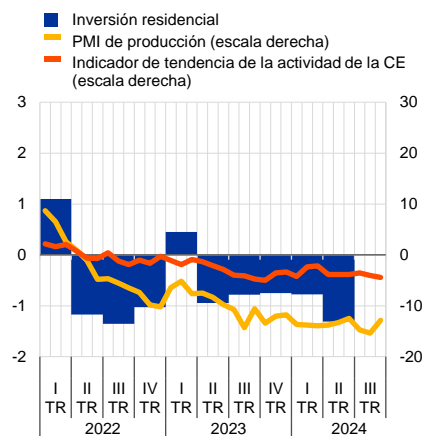
a) Inversión empresarial

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



b) Inversión residencial

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión y saldos netos)



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.

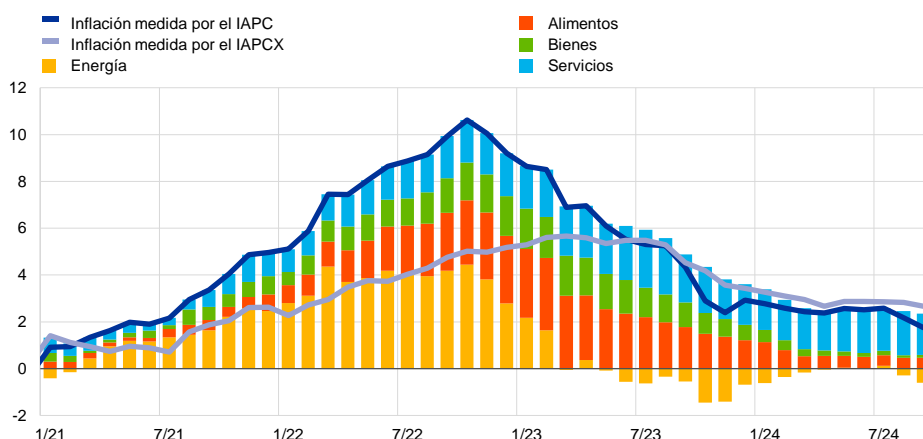
3 Precios y costes

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.

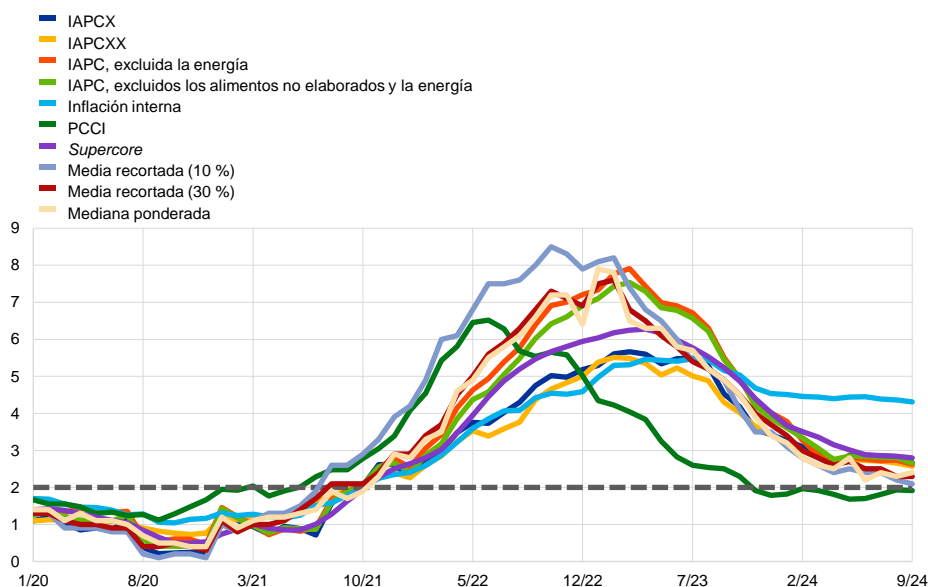
Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido relativamente estables o han retrocedido algo (gráfico 9). El rango de estos indicadores continuó reduciéndose hacia su media histórica, y la mayoría de ellos oscila entre el 1,9 % y el 2,8 %⁷. La mayor parte de los indicadores basados en la 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

⁷ 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 agosto⁸. 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).

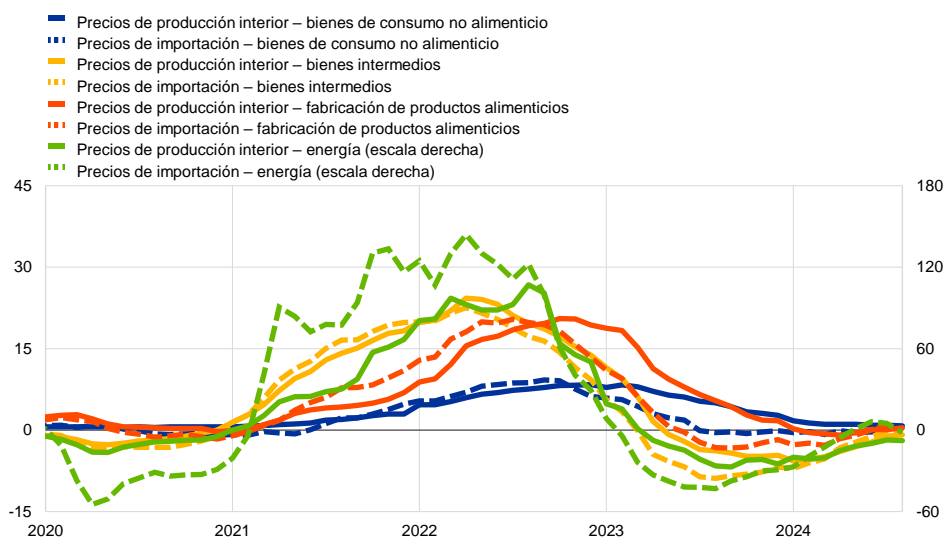
En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores todavía era negativa, pero menos que en el mes anterior (-0,8 % en agosto, frente al -1,1 % de julio). En las fases posteriores de dicho 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

⁸ 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.

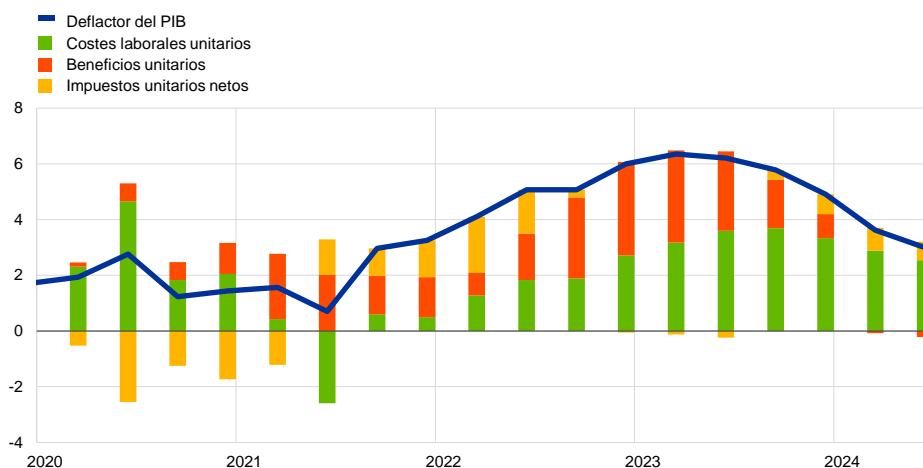
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2024 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y los precios de importación de la fabricación de productos alimenticios, y a agosto de 2024 para el resto.

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

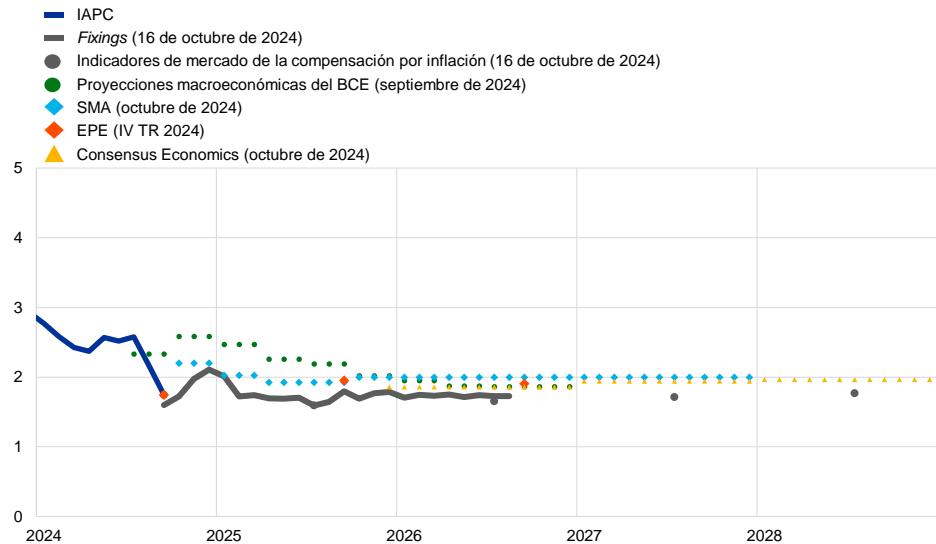
de consumidores que indicaron una tasa de inflación percibida y esperada cercana al 2 % siguió aumentando en septiembre.

Gráfico 12

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

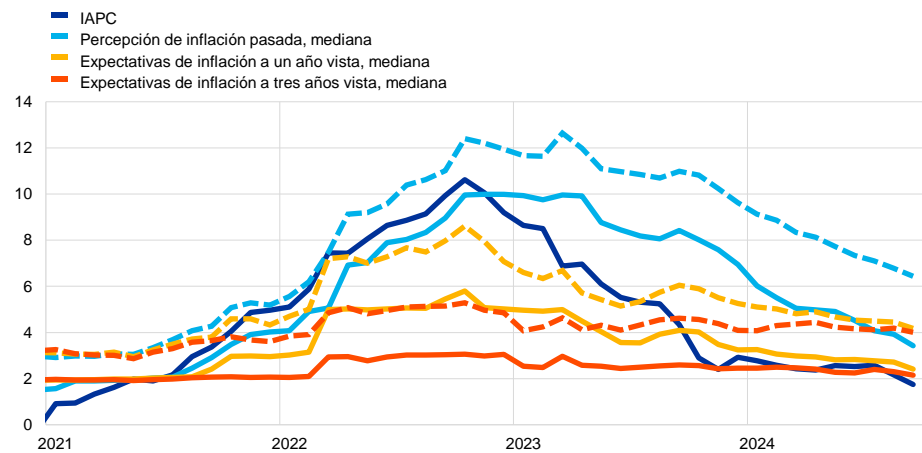
a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(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.

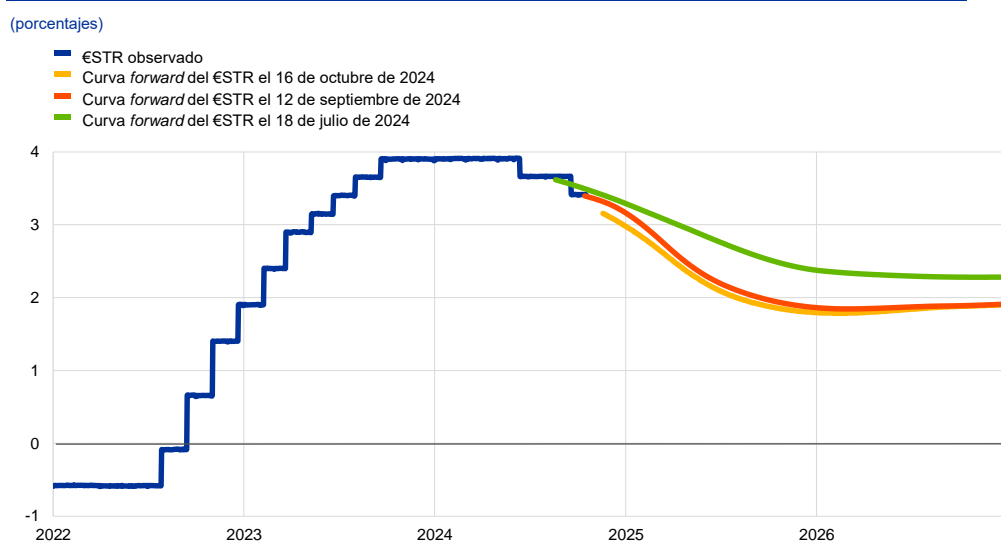
4 Evolución de los mercados financieros

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



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

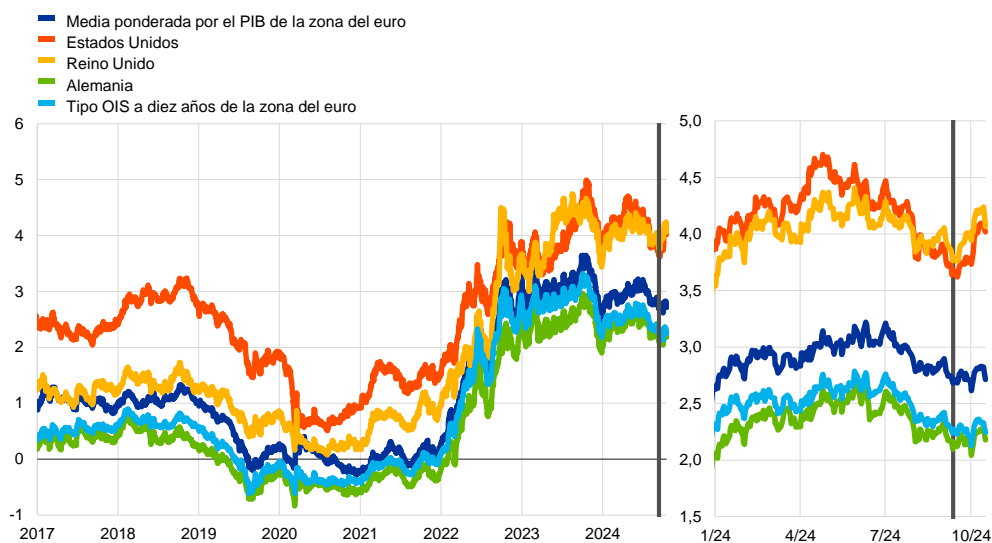
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro disminuyeron ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, en contraposición a sus equivalentes en Estados Unidos y Reino Unido (gráfico 14). El tipo OIS a diez años de la zona del euro cayó 3 puntos básicos 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

(porcentajes)



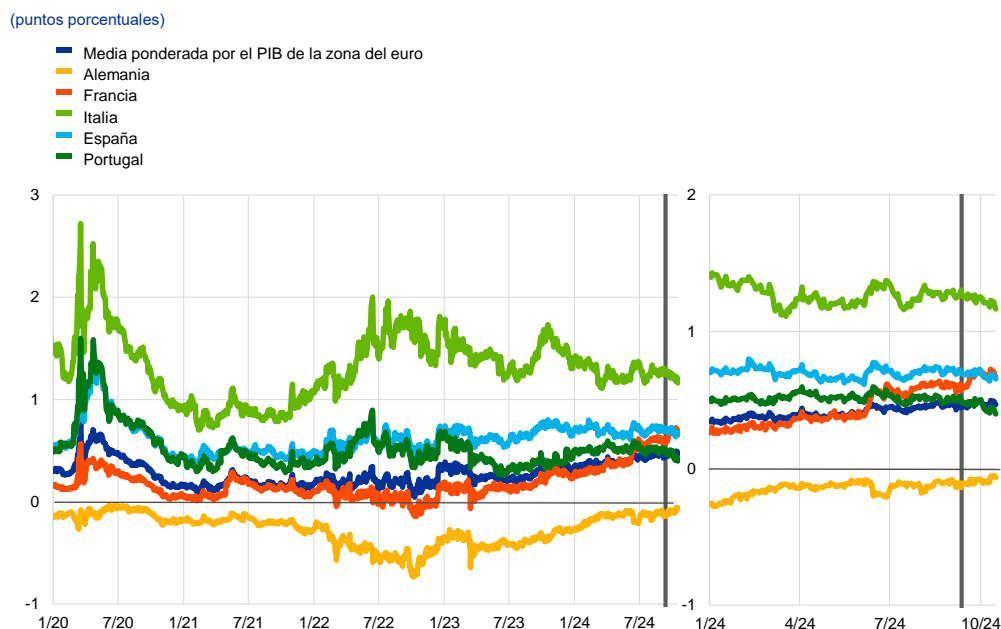
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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



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.

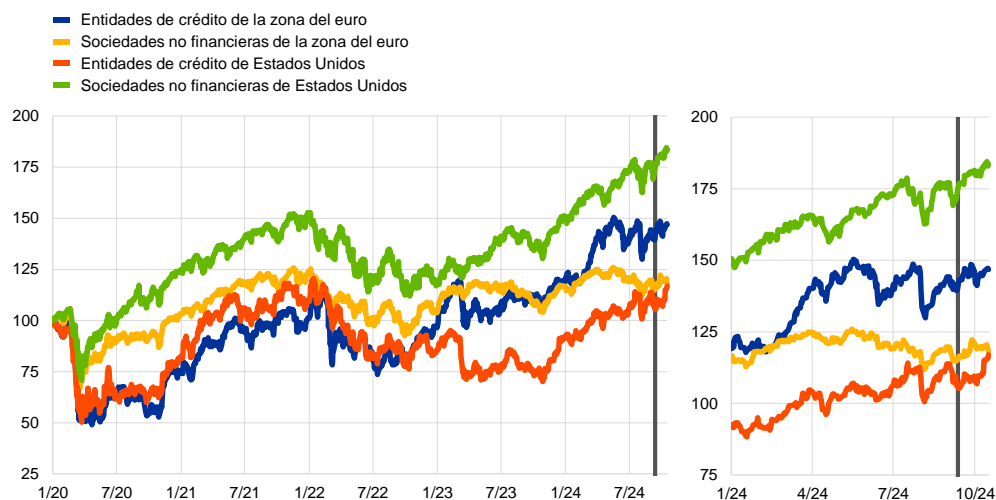
Los precios de las acciones de la zona del euro finalizaron el período analizado en niveles más elevados en un contexto de repunte del apetito por el riesgo (gráfico 16). El alza de las cotizaciones bursátiles de la zona continuó la tendencia general de recuperación observada tras las ventas masivas 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.

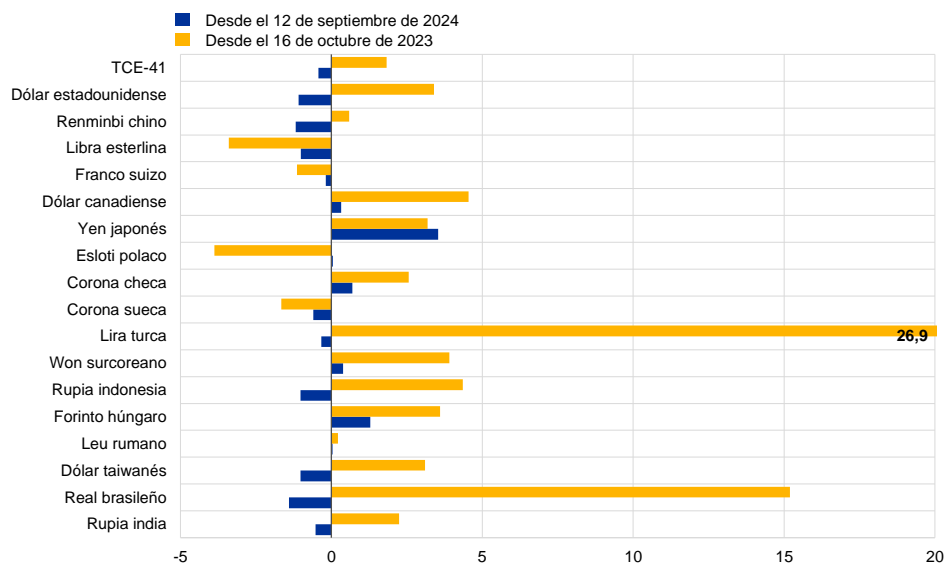
En los mercados de divisas, el euro se depreció moderadamente frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo también perdió valor, aunque en menor medida (gráfico 17). Las principales monedas se mantuvieron dentro de las bandas de fluctuación recientes en un contexto de baja volatilidad.

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.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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.

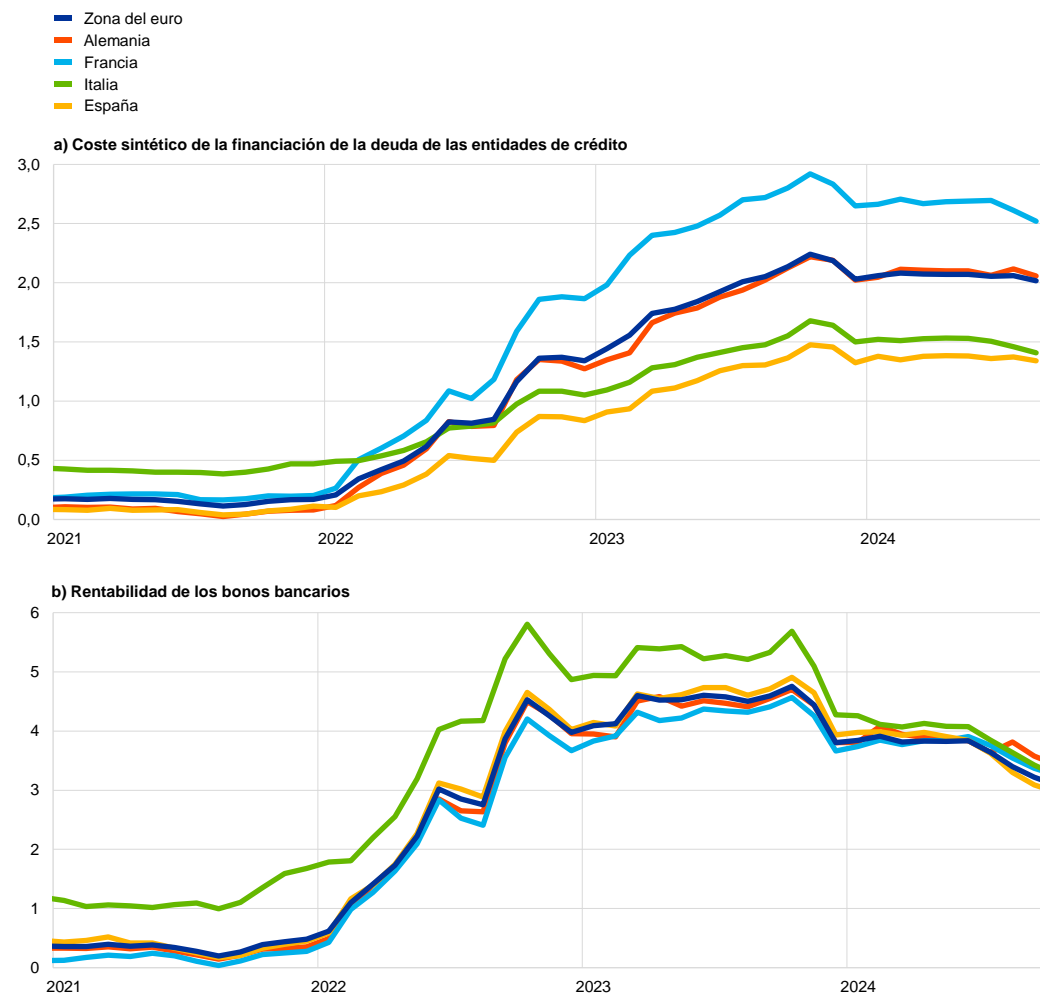
Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados. Tras la disminución observada en el otoño de 2023, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se ha mantenido estable en niveles altos desde 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.

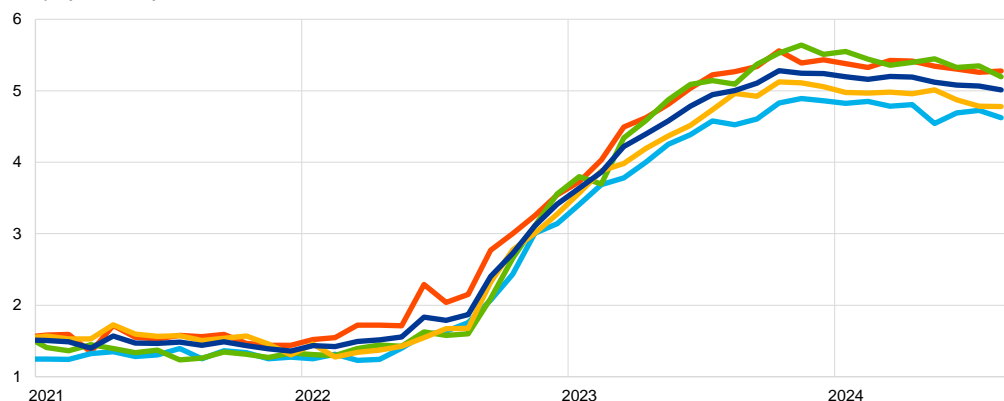
Gráfico 19

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

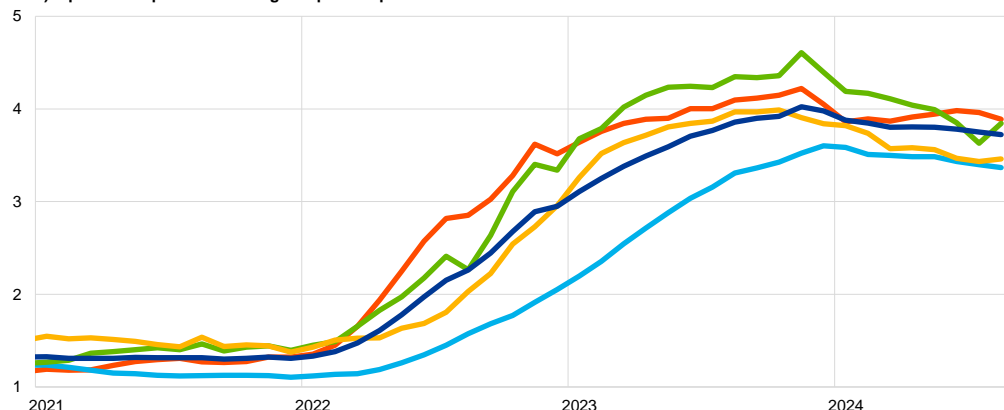
(porcentajes)

■ 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)⁹. 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

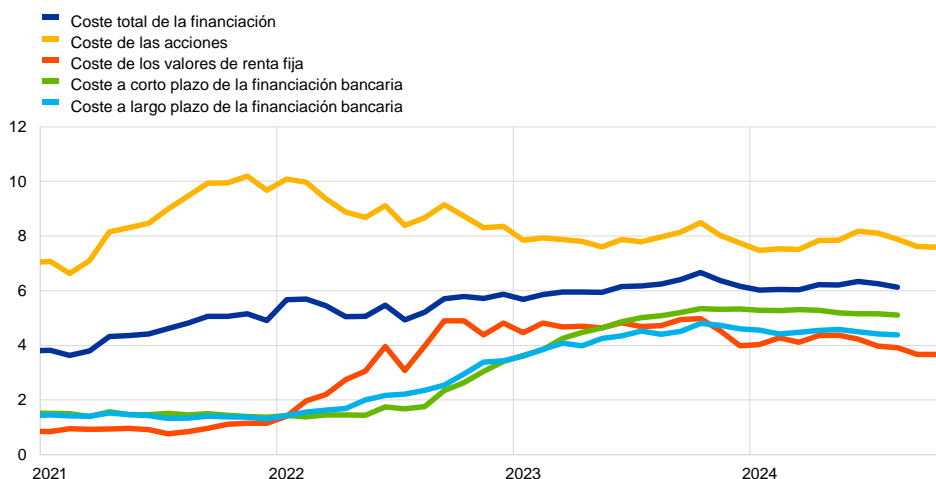
⁹ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta agosto de 2024.

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

(porcentajes)



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.

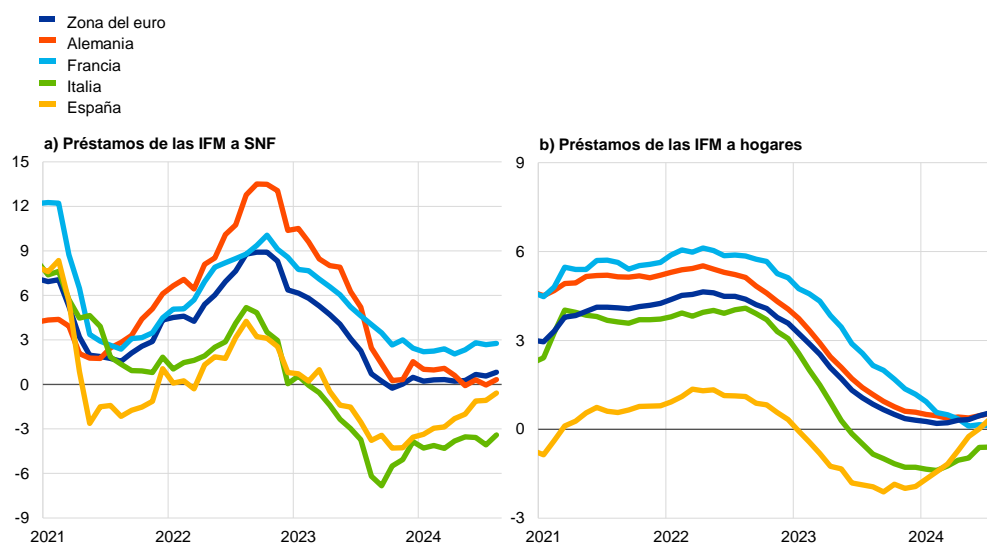
En agosto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas aumentó hasta el 0,8 %, desde el 0,6 % de julio (gráfico 21), aunque esta evolución se debió a un importante efecto de base. Los flujos de préstamos bancarios a corto plazo concedidos a las empresas disminuyeron en agosto 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.

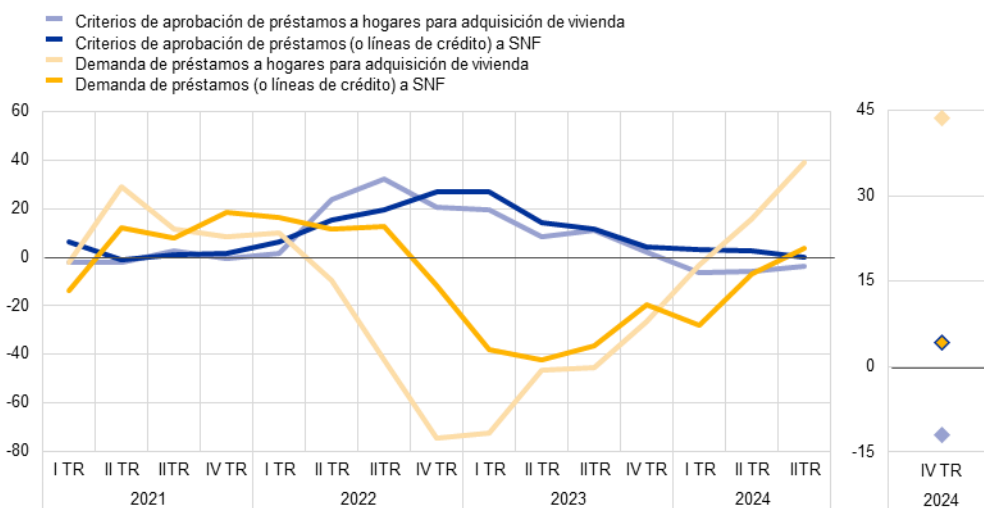
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones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

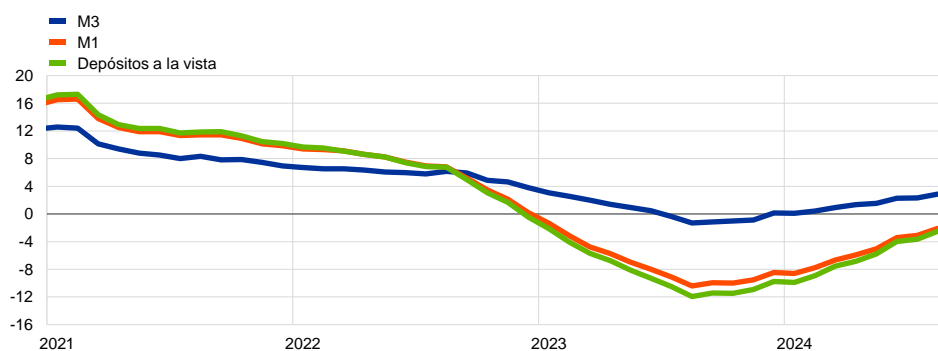
rentabilidad global con respecto a los elevados niveles alcanzados durante el ciclo de endurecimiento de 2022-2023. Las entidades también esperan que el efecto del aumento de las provisiones y de los deterioros de valor en la rentabilidad sea marginalmente negativo. La reducción de la cartera de activos 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.

Recuadros

1 Fragmentación geopolítica de los proyectos *greenfield* de inversión extranjera directa a nivel mundial y en la zona del euro

Lukas Boeckelmann, Lorenz Emter, Isabella Moder, Giacomo Pongetti y Tajda Spital

En este recuadro se examina la evolución reciente de los proyectos de nueva planta (*greenfield*) de inversión extranjera directa (IED) a nivel mundial y en la zona del euro, y se analiza la influencia de la geopolítica en su configuración.

Dados los crecientes esfuerzos de las empresas y las autoridades por encontrar formas de reducir la vulnerabilidad de sus cadenas de suministro, es importante entender la dinámica reciente de la inversión *greenfield*, ya que podría anticipar una reconfiguración de las redes comerciales globales, cuya fragmentación podría ser especialmente perjudicial para la zona del euro¹. Los flujos de IED *greenfield* se refieren a las inversiones exteriores que realizan las empresas con el fin de crear nueva capacidad de producción o ampliar la ya existente. En la última década, las entradas y salidas anuales de IED ascendieron al 1,4 % y el 0,6 % del PIB de la zona del euro, respectivamente, y al 1 % y el 1,2 % del PIB mundial, excluida la zona del euro. Los mayores flujos de salida de IED *greenfield* proceden de la zona del euro, con un 19 % del total mundial en los dos últimos años, seguida de Estados Unidos, con un 15 %. En este recuadro se utiliza información sobre anuncios de proyectos *greenfield* de IED obtenidos de un conjunto de datos proporcionados por fDi Markets².

A priori, el efecto de la fragmentación geopolítica en la dirección de los flujos de IED es ambiguo. Por una parte, las empresas y las autoridades podrían considerar (re)localizar la producción en países políticamente más próximos (*friend-shore*) o geográficamente más cercanos (*near-shore*) con el fin de reducir la vulnerabilidad de las cadenas de suministro a tensiones geopolíticas o para proteger sus activos frente a posibles infracciones futuras de los derechos de propiedad. Por otra, las empresas podrían incrementar sus inversiones en países distantes en términos geopolíticos, es decir, en países que adoptan una postura claramente diferente en cuestiones de política exterior, si consideran que tensiones comerciales futuras podrían dificultar su acceso a los mercados locales.

¹ La fragmentación geoeconómica de los flujos comerciales sería perjudicial para la zona del euro, ya que reduciría el PIB en más de un 2 % e incrementaría los precios de consumo en casi un 4 %. Véase también el recuadro titulado «*Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos*», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

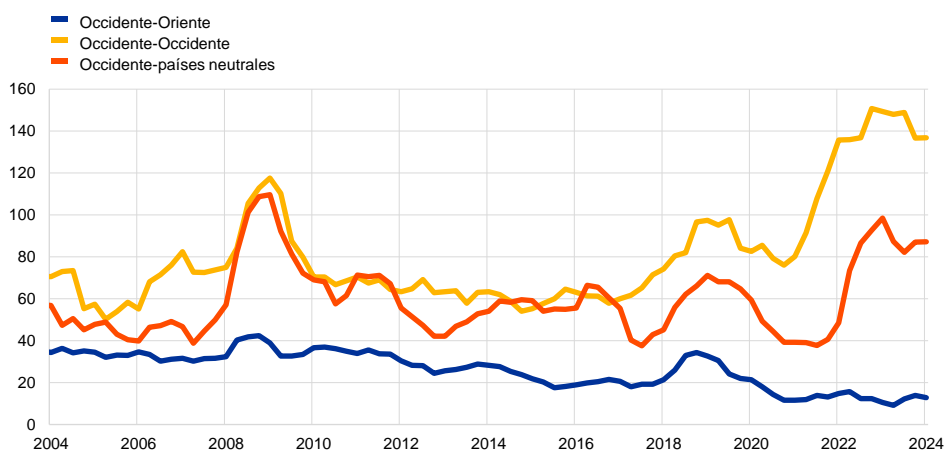
² Los datos se han recopilado principalmente de fuentes de información pública (como medios de comunicación, organizaciones sectoriales e información de agencias de promoción de inversiones) e información detallada a nivel individual sobre más de 300.000 anuncios de proyectos *greenfield* de IED de 186 países desde enero de 2003.

Los flujos agregados de IED *greenfield* ya están mostrando señales crecientes de fragmentación debido a la división en bloques geopolíticos.

Las empresas occidentales han estado incrementando la inversión en países (occidentales) afines, al tiempo que la han reducido en países (orientales) geopolíticamente distantes³. Dentro del bloque occidental, los flujos de IED *greenfield* han ido aumentando desde 2016, mientras que entre los bloques oriental y occidental han disminuido, lo que sugiere que las empresas occidentales están aplicando cada vez más estrategias de *friend-shoring* o *near-shoring* para trasladar su capacidad de producción (gráfico A). El incremento de la inversión *greenfield* dentro de los bloques es acorde con la evidencia obtenida de las presentaciones de resultados (*earning calls*) de empresas, en las que se ha observado un aumento notable de las referencias al *friend-shoring*.

Gráfico A
Flujos mundiales de IED *greenfield*

(medias móviles de cuatro trimestres, mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: fDi Markets y cálculos del BCE.

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

Los flujos de salida de la zona del euro han seguido la misma tendencia, y la inversión *greenfield* se ha ido orientando de manera creciente hacia países alineados geopolíticamente, como Estados Unidos.

Los países del bloque occidental, en particular Estados Unidos, parecen estar atrayendo cada vez más flujos de IED de la zona del euro. Uno de los motivos puede ser que las empresas de la zona están intentando aumentar el contenido producido localmente para el mercado norteamericano en respuesta a los incentivos creados por la Ley de Reducción de la Inflación (IRA, por sus siglas en inglés) estadounidense⁴. A su vez, los flujos de IED *greenfield* hacia la zona del euro proceden predominantemente de

³ Para analizar la fragmentación de la IED, se supone que la economía mundial se divide en tres bloques distintos: un bloque «occidental» (con Estados Unidos en el epicentro), un bloque «oriental» (con China como en el epicentro) y un bloque «neutral» integrado por países no alineados. Esta clasificación se basa en el índice geopolítico descrito en el artículo monográfico titulado «[Geopolitical fragmentation risks and international currencies](#)», *The international role of the euro*, BCE, junio de 2023.

⁴ Esta Ley impulsa de forma significativa los esfuerzos de Estados Unidos en la lucha contra el cambio climático y pretende aumentar la capacidad del país para atraer tecnologías verdes clave. La Ley establece importantes incentivos financieros (como créditos fiscales para la adquisición de vehículos eléctricos e inversiones en equipos de energías renovables) condicionados a exigencias específicas de contenido nacional.

Estados Unidos, y las inversiones del país norteamericano representaron más del 30 % de las entradas totales de estos flujos en 2023. El repunte reciente de la inversión en la zona del euro parece ser parte de una tendencia más general de reorientar las inversiones estadounidenses a países más alineados y neutrales en detrimento de China.

Aunque los flujos entre los bloques opuestos han sido relativamente contenidos, se dispone asimismo de evidencia de que las empresas han incrementado la inversión entre los bloques geopolíticos anticipándose a la adopción de medidas proteccionistas y de aranceles de represalia. Los datos disponibles señalan que el flujo de IED de China hacia los bloques neutral y occidental aumentó considerablemente en torno a la fecha de promulgación de la IRA. Ello sugiere que, en respuesta a las mayores exigencias de contenido local introducidas por esta ley, las empresas chinas trasladaron su producción para eludir las restricciones comerciales impuestas a sus productos (panel a del gráfico B). Esta dinámica es similar a la observada con posterioridad a 2016, cuando la amenaza de subida de los aranceles estadounidenses a los productos chinos coincidió con un aumento de los flujos de IED de China a los bloques occidental y neutral. Además, mientras que, en general, los flujos de IED *greenfield* de la zona del euro a China muestran una tendencia a la baja, las empresas alemanas, impulsadas principalmente por el sector del automóvil, han incrementado sus inversiones en ese país en los últimos años. Al mismo tiempo, se observan indicios de que las empresas chinas han aumentado el contenido de su producción local en la UE, sobre todo en países no pertenecientes a la zona del euro, en particular en Hungría (panel b del gráfico B). Esto también podría deberse a la deslocalización preventiva de la producción por parte de las empresas en anticipación a una escalada de las tensiones comerciales.

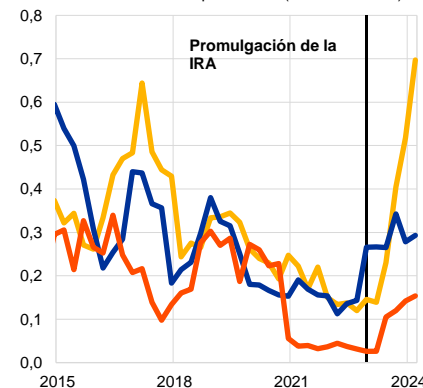
Gráfico B

Flujos de IED *greenfield* procedentes de China

a) Flujos de salida de IED de China a los bloques geopolíticos

(suma de cuatro trimestres, porcentaje del PIB de China)

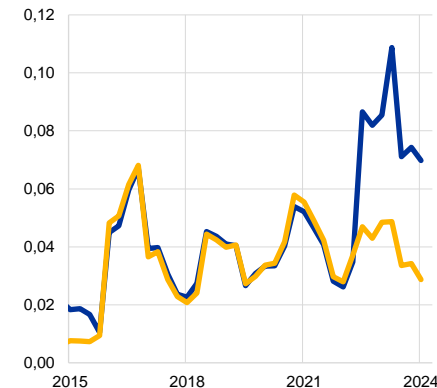
■ De China al bloque occidental (escala derecha)
 ■ De China al bloque neutral
 ■ De China al bloque oriental (escala derecha)



b) Flujos de salida de IED de China a la UE y a la zona del euro

(suma de cuatro trimestres, porcentaje del PIB de la UE/zona del euro)

■ De China a la UE
 ■ De China a la zona del euro



Fuentes: IDI Markets y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical del panel a se refiere al tercer trimestre de 2022, cuando se promulgó la IRA. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

Un análisis econométrico más formal sugiere que la fragmentación en bloques geopolíticos ha aumentado con el tiempo. En el análisis se utiliza un modelo de gravedad para los flujos de IED que distingue entre los flujos dentro de los bloques occidental y oriental y los flujos entre bloques⁵. Los resultados apuntan a que las tendencias observadas en los flujos mundiales de IED en función de bloques geopolíticos, como se muestra en el gráfico A, no estuvieron determinadas por características específicas de cada país (como el crecimiento económico), sino que reflejan la creciente fragmentación geopolítica. Con independencia de la distancia geográfica, se estima que los flujos de IED dentro de los bloques geopolíticos fueron casi tres veces superiores a los flujos de IED entre los bloques durante los tres años transcurridos hasta el primer trimestre de 2024 (gráfico C).

Gráfico C

Ratio de flujos de IED dentro de los bloques en relación con los flujos de IED entre los bloques



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la ratio entre los coeficientes de los flujos de IED dentro de los bloques oriental y occidental en relación con los coeficientes de los flujos de IED entre los dos bloques, estimada utilizando un modelo de gravedad con ventanas móviles de doce trimestres entre el primer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2024. La última observación corresponde al primer trimestre de 2024 y se refiere a un período de estimación comprendido entre el segundo trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2024.

La evidencia econométrica muestra que el efecto global de las divisiones geopolíticas en la IED es negativo.

El análisis realizado permite concluir que el efecto de la distancia geopolítica en los flujos de IED *greenfield* a nivel mundial y en la zona del euro se ha acrecentado desde la invasión rusa de Ucrania (gráfico D)⁶. Las estimaciones del modelo sugieren que la creciente brecha geopolítica ha

⁵ Se estima un modelo de gravedad para los flujos trimestrales de IED *greenfield* entre casi 200 países de origen y de destino para el período comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2024, utilizando variables ficticias (*dummy*) para los flujos de IED dentro y entre los bloques geopolíticos. El modelo de gravedad analiza los flujos dentro y entre los bloques occidental y oriental en relación con una tercera categoría, «otros», que engloba los flujos entre estos dos bloques y países neutrales (no alineados) y los flujos entre estos últimos.

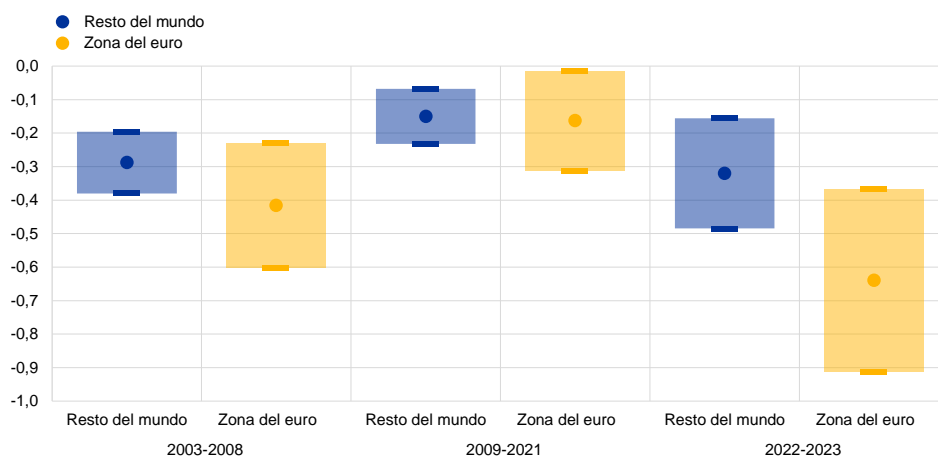
⁶ En lugar de incluir variables ficticias para reflejar la alineación geopolítica como se ha descrito anteriormente, en el análisis se ha utilizado la distancia geopolítica medida por un índice propuesto en M. A. Bailey, A. Strezhnev y E. Voeten, «Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data», *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 61, n.º 2, febrero de 2017, pp. 430-456, que se basa en los patrones de votación en las Asambleas Generales de las Naciones Unidas para aproximar la distancia geopolítica, según S. Aiyar, D. Malacrino y A. F. Presbitero, «Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows», *European Journal of Political Economy*, vol. 83, junio de 2024.

frenado los flujos mundiales de IED en torno a un 3 % (o 30 mm de euros)⁷. En el caso de la zona del euro, el valor de los proyectos de IED *greenfield* anunciados también es sustancialmente más bajo en los países de destino más alejados geopolíticamente, y esta relación negativa se ha acentuado mucho más desde la invasión rusa de Ucrania, con una caída de los flujos anuales de 14 mm de euros. Además se observa que el aumento de la distancia geopolítica entre la zona del euro y China durante el mismo período se asocia a un descenso de alrededor del 20 % de los flujos entre las dos áreas⁸.

Gráfico D

Efecto de la distancia geopolítica en los flujos bilaterales de IED *greenfield* a lo largo del tiempo

(elasticidades, porcentajes)



Fuentes: fDi Markets y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de la distancia geopolítica para la zona del euro y el resto del mundo, estimados utilizando un modelo de gravedad de Aiyar *et al.*, *op. cit.* Los puntos representan estimaciones puntuales, mientras que las barras se refieren a un intervalo de confianza del 95 %. Se excluyen los flujos dentro de la zona del euro.

El impacto de los cambios en la IED sobre el comercio y la producción de la zona del euro sigue siendo incierto.

Por una parte, un cambio para incrementar la producción en Estados Unidos o en otros países por parte de las empresas de la zona del euro —por ejemplo, en respuesta a las exigencias de contenido local— podría frenar la producción interna. Por otra, un aumento de las salidas de IED podría salvaguardar la competitividad general de los exportadores europeos y, por ejemplo, al aumentar los ingresos procedentes de la IED, podría contribuir a preservar algunos puestos de trabajo en el país en cuestión, en especial en el sector de servicios empresariales de alta cualificación. Además, la zona del euro y otros países de la UE también parecen haberse beneficiado de entradas de IED, que en

⁷ Estos efectos se refieren a un escenario contrafactual de ausencia de tensiones geopolíticas, pero no necesariamente a un escenario contrafactual en el que las empresas no responden de manera óptima a los riesgos asociados diversificando los suministros y la producción, y adquiriendo seguros frente a perturbaciones futuras.

⁸ Estos resultados son robustos incluso al excluir Rusia de la muestra, por lo que se puede descartar la posibilidad de que un desacoplamiento general entre Occidente —en particular la zona del euro— y Rusia esté determinando las estimaciones más elevadas de los coeficientes en el período más reciente. Además, el punto hasta el que la zona del euro puede haber perdido atractivo, en general, como destino de inversión debido a su cercanía a la zona del conflicto y, entre otros motivos, a la perturbación de los precios de la energía que desencadenó, estaría controlado por los efectos fijos del país de destino variables en el tiempo.

promedio se han situado en el 0,7 % del PIB desde 2022, superando los niveles previos a la pandemia⁹. En líneas más generales, en la medida en que un cambio en los patrones globales de la IED *greenfield* en función de bloques geopolíticos anticipa una aceleración de la fragmentación de las redes comerciales mundiales, las tendencias identificadas podrían resultar perjudiciales para la producción mundial y de la zona del euro. Dados sus mayores grados de apertura comercial e integración en las cadenas globales de valor, tal fragmentación sería más perjudicial para la zona del euro que para otras grandes economías¹⁰.

⁹ Esta evolución es comparable a la de Estados Unidos, donde las entradas de IED se han situado, en promedio, en el 0,6 % del PIB desde 2022, superando también los niveles anteriores a la pandemia.

¹⁰ Véase el recuadro titulado «*Friend-shoring* de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos», *op. cit.*

Evidencia e implicaciones económicas de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense

Martino Ricci

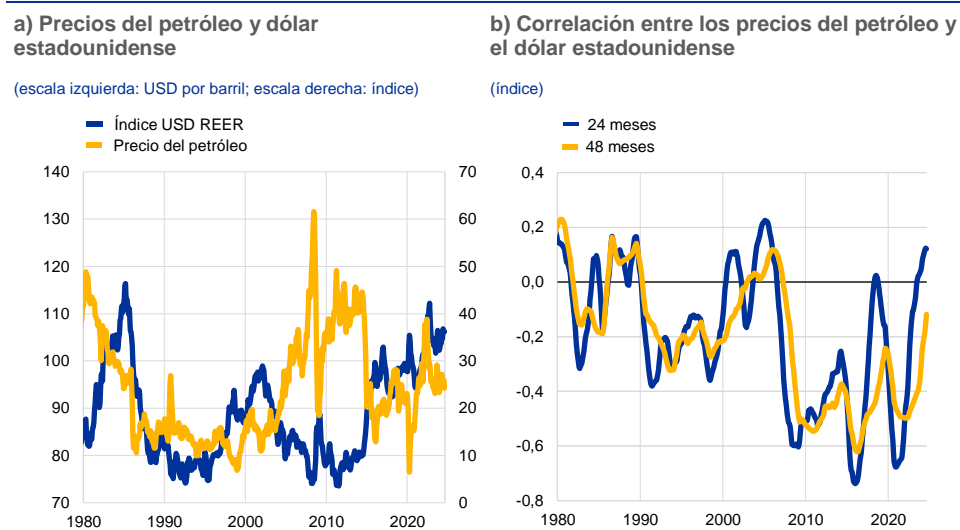
En los últimos años, la subida de los precios del petróleo ha tendido a coincidir con un fortalecimiento del dólar estadounidense, que posiblemente ha intensificado la dinámica de la inflación en la zona del euro. Históricamente, no ha existido una relación clara entre los precios del petróleo y la moneda de Estados Unidos (panel a del gráfico A). En el período posterior a la crisis financiera mundial, la correlación tendió a ser negativa. Este comovimiento, más que reflejar una relación causal, fue muy probablemente el resultado de perturbaciones específicas —en particular, los cambios en la aversión global al riesgo— que provocaron que los precios del petróleo y el dólar estadounidense se movieran en direcciones opuestas (panel b del gráfico A)¹. Sin embargo, estudios recientes sugieren que el hecho de que Estados Unidos pasara a ser un exportador de petróleo ha contribuido a que la correlación sea constantemente positiva². Dado que el crudo se negocia sobre todo en dólares estadounidenses, un comovimiento sistemáticamente positivo implicaría que su precio en moneda local es más volátil que en dólares, lo que podría intensificar el impacto inflacionista de las perturbaciones de esta materia prima en sus importadores netos, como la zona del euro. Los modelos empíricos presentados en este recuadro muestran que el comovimiento observado todavía parece ser, en gran medida, la consecuencia de perturbaciones concretas que han llevado a ambas variables a fluctuar en la misma dirección, y no el reflejo de un cambio estructural en la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense.

¹ Estudios anteriores han mostrado que los repuntes de la aversión al riesgo a escala mundial explicaron, en gran parte, la correlación negativa en torno a la época de la crisis financiera global; véase M. Fratzscher, D. Schneider e I. Van Robays, «[Oil prices, exchange rates and asset prices](#)», *Working Paper Series*, n.º 1689, BCE, 2014.

² B. Hofmann, D. Igna y D. Rees, «[The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications](#)», *BIS Bulletin*, n.º 74, Banco de Pagos Internacionales, 2023, y D. Rees, «[Commodity prices and the US Dollar](#)», *BIS Working Papers*, n.º 1083, Banco de Pagos Internacionales, 2023. Sin embargo, esta correlación positiva no es algo novedoso, ya que en ocasiones también lo fue antes de 2007, cuando Estados Unidos era aún un importador neto de petróleo.

Gráfico A

Evolución y correlación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense



Fuentes: J.P. Morgan, US Energy Information Administration y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024. Panel a: «Índice USD REER» es el índice de tipos de cambio efectivos reales del dólar estadounidense frente a un grupo reducido de monedas. «Precio del petróleo» es el precio al contado del barril de West Texas Intermediate en dólares estadounidenses, deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos. Panel b: Se calculan correlaciones móviles de 24 y 48 meses para las variaciones intermensuales de las variables.

La relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense podría haber cambiado cuando Estados Unidos empezó a producir y exportar petróleo a gran escala.

La producción estadounidense de crudo se ha duplicado con creces en los quince últimos años (panel a del gráfico B), impulsada por el auge del petróleo no convencional (*shale oil*) y por la revocación de la prohibición de exportar crudo que aprobó el Congreso estadounidense en 2015. Como resultado, el país norteamericano pasó a ser exportador neto de petróleo a finales de 2019³, lo que podría haber alterado la relación entre los precios de esta materia prima y el dólar de dos maneras principalmente. En primer lugar, puede haber cambiado el efecto que tienen las perturbaciones de oferta de petróleo sobre la relación real de intercambio de Estados Unidos, que está vinculada a los tipos de cambio a través de la balanza comercial. La relación real de intercambio de productos derivados de materias primas y los precios del petróleo, que habían estado estrechamente correlacionados, comenzó a disociarse gradualmente en Estados Unidos después de 2015, y la correlación cambió de signo cuando el país se convirtió en exportador neto (panel b del gráfico B). En segundo lugar, el aumento acusado de la producción petrolera estadounidense puede haber modificado la respuesta de la demanda interna agregada a las perturbaciones de oferta de crudo. Por ejemplo, un encarecimiento del petróleo podría aumentar el atractivo de las inversiones en el sector petrolero, lo que favorecería la demanda interna y, por tanto, fortalecería el dólar estadounidense.

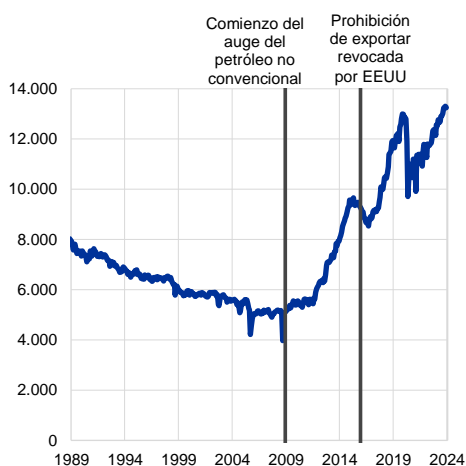
³ Según datos de la US Energy Information Administration, Estados Unidos es exportador neto de petróleo cuando se incluyen los productos petrolíferos, pero es importador neto si solo se considera el crudo.

Gráfico B

Producción estadounidense de crudo, precios del petróleo y relación real de intercambio de materias primas en Estados Unidos

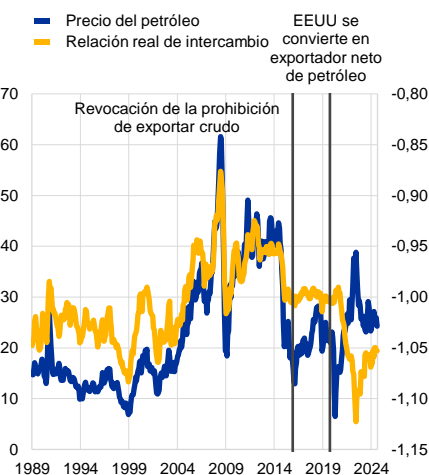
a) Producción estadounidense de crudo

(miles de barriles diarios)



b) Precios del petróleo y relación real de intercambio de materias primas en Estados Unidos

(escala izquierda: USD por barril; escala derecha: índice, escala invertida)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, US Energy Information Administration, Citi y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024. Panel b: «Precio del petróleo» se refiere al precio al contado del petróleo West Texas Intermediate deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos. «Relación real de intercambio» se refiere al Citi Commodity Terms of Trade Index.

Los resultados empíricos presentados en este recuadro indican que el cambio estructural observado en el mercado del petróleo estadounidense no ha sido suficiente para que la correlación entre el petróleo y el dólar sea sistemáticamente positiva. Para analizar la variación temporal de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense se utiliza un modelo mensual de proyecciones locales basado en estimaciones de perturbaciones de oferta de crudo. El período de estimación se divide en tres episodios y cada uno refleja una etapa diferente en la transformación de Estados Unidos en un exportador neto de petróleo⁴.

- En el período comprendido entre 1989 y 1999, cuando la producción petrolera en Estados Unidos era reducida y el país seguía siendo importador neto de petróleo, las perturbaciones de oferta que provocaron una subida de los precios del crudo llevaron a un deterioro de la relación real de intercambio y a un debilitamiento del dólar estadounidense, lo que era de esperar en un país importador de petróleo (columna izquierda del gráfico C).

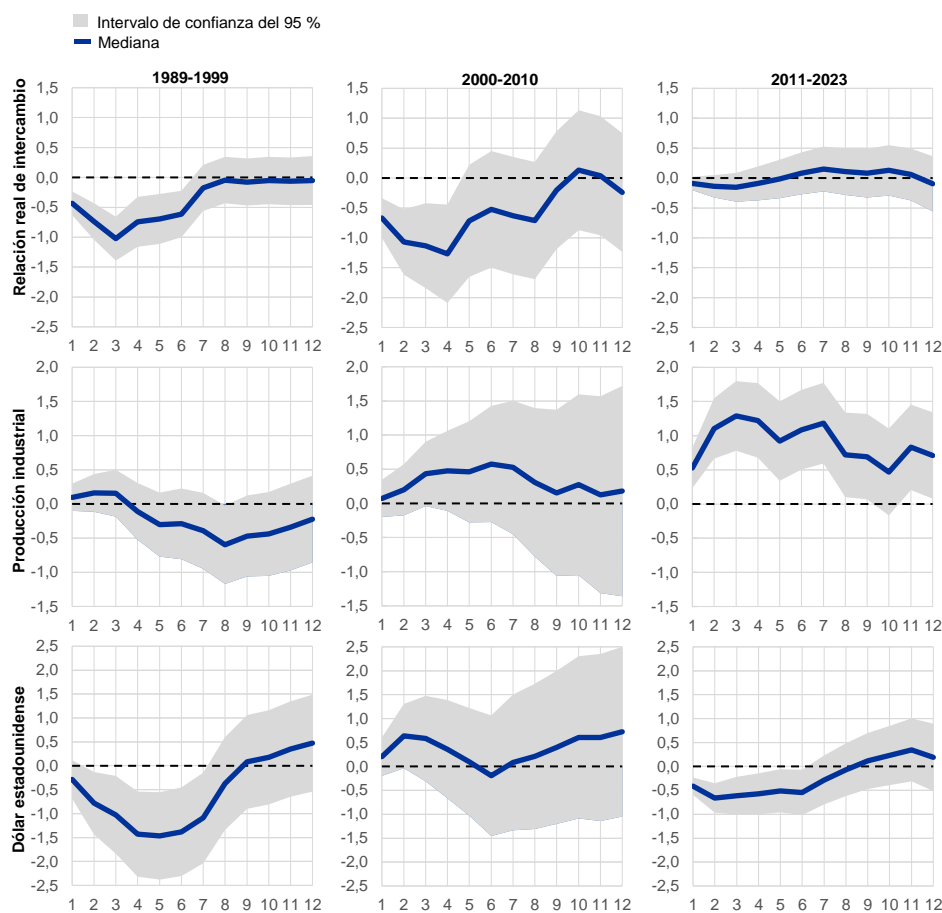
⁴ En el modelo de proyecciones locales se realiza una regresión de las variables que se muestran en el gráfico C sobre las perturbaciones de oferta de petróleo estimadas en C. Baumeister y J. D. Hamilton, «Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 5, mayo de 2019, pp. 1873-1910. En el modelo se utilizan seis retardos y controles para la actividad económica, la inflación y la política monetaria. La muestra empleada abarca desde enero de 1989 hasta marzo de 2023.

- En el período transcurrido entre los años 2000 y 2010, cuando la producción de petróleo comenzó a aumentar, pero el país continuaba siendo mayormente un importador, las perturbaciones de oferta de petróleo empezaron a respaldar la producción industrial interna, aunque no de forma significativa. No obstante, el efecto sobre la relación real de intercambio siguió siendo negativo, ya que Estados Unidos era todavía un importador neto de petróleo. Como consecuencia, la respuesta del dólar a las perturbaciones de oferta de petróleo fue menos negativa —incluso insignificante— durante ese período (columna central del gráfico C).
- En el período más reciente, que va desde 2011 hasta 2023, cuando el país produjo cantidades significativas de crudo y pasó a ser un exportador neto, la relación real de intercambio ya no se deterioró tras el encarecimiento provocado por las perturbaciones de oferta de petróleo. Al mismo tiempo, la producción industrial recibió un mayor impulso acorde con el incremento de la producción interna de esta materia prima. Con todo, en conjunto y según el modelo, estos cambios no fueron lo suficientemente contundentes para revalorizar el dólar de forma significativa y crear una relación positiva sistemática entre las dos variables, dado que la respuesta de la moneda estadounidense a las perturbaciones de oferta de petróleo durante ese período fue negativa (columna derecha del gráfico C).

Gráfico C

Respuesta de las variables de Estados Unidos a las perturbaciones de oferta de petróleo a lo largo del tiempo

(porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los gráficos muestran las respuestas a lo largo del tiempo de la relación real de intercambio, la producción industrial y el dólar (tipo de cambio efectivo real) de Estados Unidos a perturbaciones de oferta de petróleo que aumentan los precios en un 10 % en el momento del impacto.

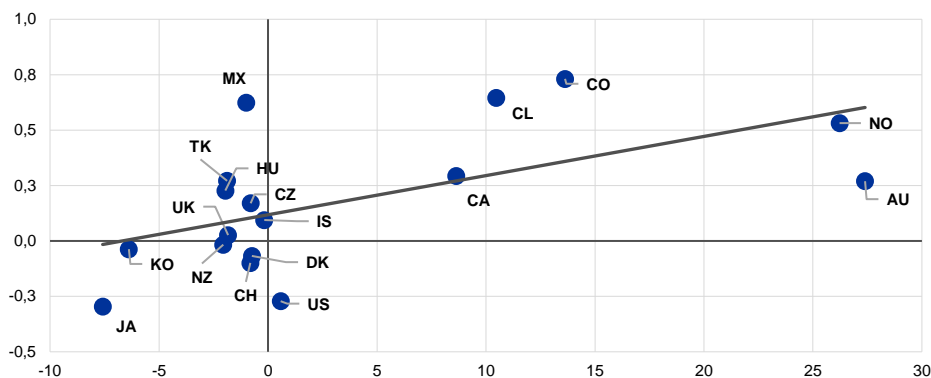
Dos son los principales factores que podrían explicar la ausencia de un efecto positivo más intenso en el dólar estadounidense. Primero, las exportaciones netas de petróleo de Estados Unidos en porcentaje del total de exportaciones siguen situándose en niveles bajos en comparación con países como Noruega o Australia, con «monedas dependientes de materias primas» que se aprecian claramente después de perturbaciones de oferta de petróleo (gráfico D). Segundo, la razón podría ser que la subida de los precios del crudo frena el comercio mundial, que es intensivo en dólares y, por tanto, afecta negativamente a la moneda estadounidense⁵.

⁵ Véase E. Boz, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H. Le Mezo, A. Mehl y T. Nguyen, «Patterns of invoicing currency in global trade: New Evidence», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 136, 2022.

Gráfico D

Respuesta del tipo de cambio a las perturbaciones de oferta de petróleo y exportaciones netas de materias primas

(eje de ordenadas: respuesta del tipo de cambio en porcentaje; eje de abscisas: exportaciones netas de materias primas en porcentaje del comercio total)



Fuentes: Cálculos del BCE y The Growth Lab de la Universidad de Harvard.

Notas: El gráfico muestra la respuesta del tipo de cambio real en el primer mes siguiente a una perturbación de oferta de petróleo que eleva los precios de esa materia prima en un 10 %. Se emplea la perturbación que figura en Baumeister y Hamilton¹. Las materias primas aparecen definidas como minerales en *Atlas of Economic Complexity*, herramienta de visualización de datos desarrollada por Harvard Kennedy School of Government, e incluyen la energía y los metales.

1) Véase C. Baumeister y J. D. Hamilton, «Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 5, mayo de 2019, pp. 1873-1910.

Parece que la correlación positiva sigue obedeciendo a una combinación de perturbaciones más que a un cambio estructural en la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense.

Se usa un modelo diario de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que identifica conjuntamente los principales determinantes de los movimientos de los precios del petróleo y del dólar estadounidense, para valorar la importancia de las perturbaciones de dicha materia prima en comparación con otros factores que influyen en la evolución del dólar⁶. Según este modelo, el comovimiento positivo entre los precios del petróleo y la moneda estadounidense es mayormente el resultado de una serie específica de perturbaciones que se produjeron en el pasado y provocaron que los precios del crudo y el dólar se movieran en la misma dirección. Esto puede ilustrarse mediante la descomposición de estas dos variables en sus principales determinantes durante un episodio reciente caracterizado por una correlación positiva persistentemente elevada (gráfico E).

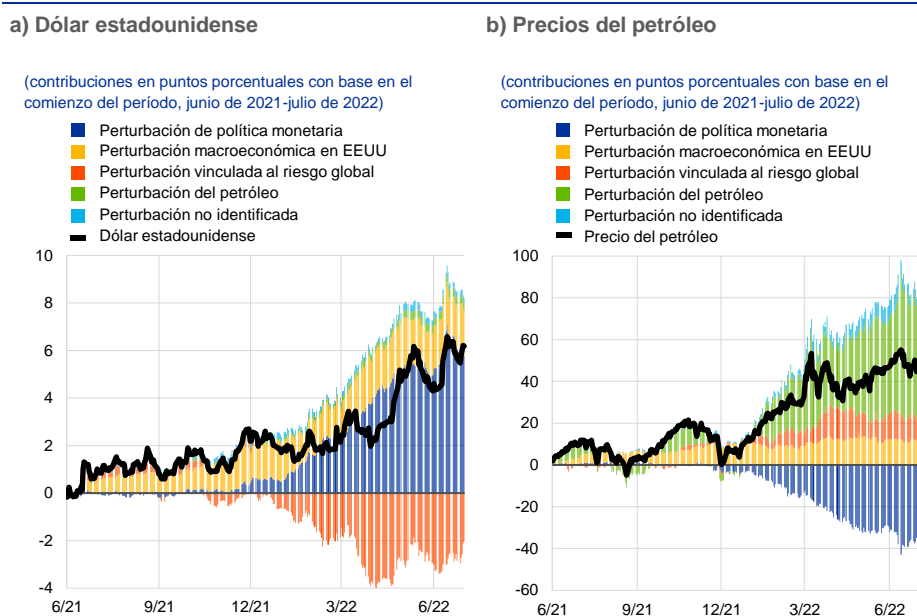
- Entre junio de 2021 y el mismo mes de 2022, cuando la economía de Estados Unidos se recuperaba de la perturbación ocasionada por el COVID-19, la Reserva Federal inició su ciclo de endurecimiento monetario y Rusia invadió Ucrania, la fortaleza del dólar estadounidense se explicó en gran parte por el tono más restrictivo de la política monetaria de la Reserva Federal, así como por una economía norteamericana más fuerte de lo esperado (panel a del gráfico E). Al mismo tiempo, los precios del petróleo se incrementaron de forma

⁶ En el modelo se consideran las siguientes variables: el TCEN (tipo de cambio efectivo nominal) del dólar, los precios del petróleo, la relación real de intercambio de materias primas, los precios de las acciones estadounidenses (excluido el sector petrolero) y los rendimientos a dos años de Estados Unidos. Las perturbaciones se identifican utilizando restricciones de signo y restricciones narrativas. La muestra considerada corresponde al período 2015-2024 para tener en cuenta el cambio estructural observado en la economía estadounidense.

acusada, sobre todo como resultado de las interrupciones en la oferta relacionadas con los riesgos geopolíticos (panel b del gráfico E).

Gráfico E

Descomposición histórica del dólar estadounidense y los precios del petróleo: episodios seleccionados



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos muestran la descomposición histórica del componente cíclico del tipo de cambio nominal del dólar frente a un grupo amplio de monedas y los precios del petróleo utilizando un modelo BVAR diario con restricciones de signo y restricciones narrativas. El modelo se estima durante el período comprendido entre 2015 y 2024.

En general, estos resultados indican que no es probable que el comovimiento positivo observado a menudo entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense sea sistemático. La correlación sigue reflejando una serie específica de perturbaciones. El fortalecimiento del dólar podría, en ocasiones, reforzar el impacto inflacionista de las subidas de los precios del petróleo en los países importadores de esa materia prima, mientras que el debilitamiento de la moneda estadounidense podría frenar dicho impacto. Con el tiempo, a medida que Estados Unidos pase a ser un mayor exportador neto de crudo, la relación entre las perturbaciones del petróleo y el dólar estadounidense podría ser cada vez más positiva.

El impacto de las entidades con fines especiales en los vínculos financieros transfronterizos de la zona del euro

Lorenz Emter, Fausto Pastoris, Carmen Picón Aguilar y Martin Schmitz

Los nuevos datos publicados por el BCE sobre las entidades con fines especiales (EFE) muestran que estas tienen un impacto considerable en los vínculos financieros transfronterizos de la zona del euro. En el contexto de las estadísticas del sector exterior, las EFE se definen como entidades jurídicas controladas por inversores no residentes, que no tienen autonomía de decisión ni desarrollan una actividad económica significativa en su país de constitución¹. La interpretación de las estadísticas transfronterizas internacionales se ha complicado en las últimas décadas debido a la creciente importancia de los centros financieros y a la complejidad cada vez mayor de las cadenas de intermediación financiera². Las empresas multinacionales, en particular, tienden a utilizar estructuras organizativas complejas formadas por numerosas entidades (incluidas EFE) como parte de sus estrategias de optimización fiscal y maximización de los beneficios. Por consiguiente, los datos sobre las EFE son fundamentales para el correcto análisis de los vínculos financieros de la zona del euro. En los nuevos datos publicados por el BCE se identifican por separado las transacciones y las posiciones de las EFE con el exterior, lo que permite investigar el impacto de estas entidades en los vínculos financieros transfronterizos de los distintos países de la zona del euro y de la zona del euro en su conjunto³.

Aunque las EFE contribuyen a que haya vínculos financieros transfronterizos muy elevados, suelen tener un impacto muy limitado en la actividad económica real del país receptor. Los no residentes crean EFE con el fin de beneficiarse de ventajas en la jurisdicción de acogida, como una menor carga regulatoria o impositiva, un acceso más fácil a los mercados de capitales y a servicios financieros, o unos altos niveles de protección de los inversores. Las EFE de la zona del euro incluyen compañías de mera tenencia de participaciones (*holding*), entidades que desarrollan actividades de financiación intragrupo, empresas que actúan como canalizadoras de fondos (*financical conduits*) y entidades que recaudan los cánones (*royalties*) y los derechos de licencia dentro del grupo.

¹ Según la definición de EFE acordada internacionalmente para las estadísticas del sector exterior (véase «[Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#)», Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos, 2018), dichas entidades: i) tienen cinco empleados como máximo, ii) no tienen ninguna —o escasa— presencia y producción físicas en la economía de acogida, iii) operan casi exclusivamente con no residentes y iv) gran parte de su balance financiero suele consistir en activos y pasivos transfronterizos.

² Para una descripción reciente de las dificultades de medición que afectan a las estadísticas sobre inversión transfronteriza, véase P. R. Lane, «[Euro area international financial flows: analytical insights and measurement challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia conjunta del Banco de España, el Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics y el BCE titulada «External statistics after the pandemic: addressing novel analytical challenges», 12 de febrero de 2024, Madrid.

³ Estas estadísticas se presentan de conformidad con la versión modificada de la [Orientación del BCE en materia de estadísticas exteriores \(Orientación BCE/2022/23\)](#) e incluyen desgloses adicionales de la balanza de pagos trimestral y de la posición de inversión internacional de las EFE residentes. En abril de 2024 se publicaron por primera vez series trimestrales sobre las EFE para todos los países de la zona del euro y la zona del euro en su conjunto. Puede consultarse información más detallada adicional en el [sitio web del BCE](#).

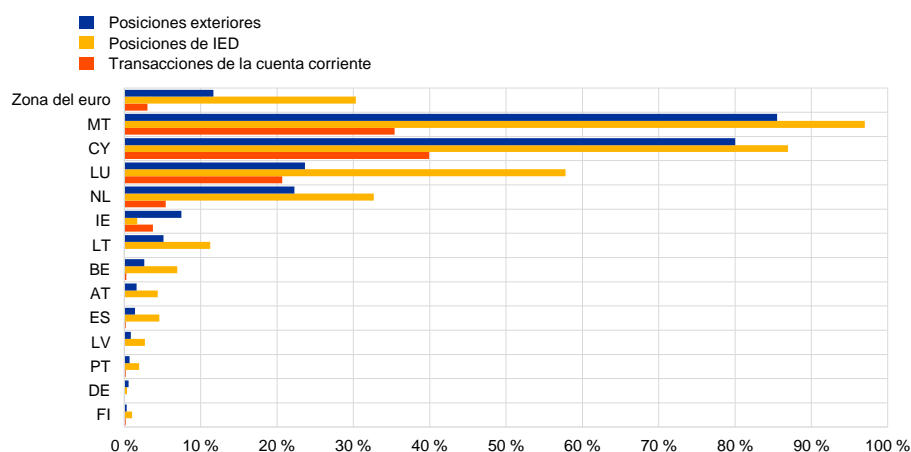
Las EFE suelen involucrar grandes flujos de traspaso de fondos (*pass-through*) que no se incorporan a la economía doméstica, pero que inflan la inversión transfronteriza total. Además, estos flujos complican el análisis de la geografía de los vínculos financieros globales, ya que están fuertemente relacionados con los centros financieros. Asimismo, las EFE pueden desdibujar el vínculo entre los flujos de inversión transfronteriza y la actividad económica real.

Las EFE representan más del 10 % de los vínculos financieros transfronterizos totales de la zona del euro y el 30 % de los vínculos de inversión extranjera directa (IED) de la zona, debido a la influencia de varios centros financieros en la zona del euro. Las EFE también suponen alrededor del 20 % de los flujos de ingresos brutos de IED de la zona del euro, que reflejan, sobre todo, los beneficios o los ingresos por intereses que se transfieren a través de ellas de las filiales extranjeras a las matrices extranjeras. A nivel de país, las EFE predominan en las cuentas exteriores de Malta y Chipre, especialmente en lo que respecta a la IED, y tienen un impacto sustancial en las de Luxemburgo, Países Bajos e Irlanda (gráfico A).

Gráfico A

Relevancia de las EFE para las cuentas exteriores de la zona del euro

(porcentaje de EFE sobre los totales respectivos)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Para las posiciones, los datos muestran la situación al final del segundo trimestre de 2024; para las transacciones de la cuenta corriente, los datos muestran las sumas de los cuatro trimestres hasta el final del segundo trimestre de 2024. Para cada país, los datos de las posiciones se basan en la suma de los activos y los pasivos, y los de las transacciones en la suma de los ingresos y los pagos. Solo figuran los países de la zona del euro en los que hay EFE; en los demás países de la zona no existen entidades de este tipo. Los valores para la zona del euro en su conjunto se refieren únicamente a las posiciones y las transacciones frente a entidades de contrapartida de fuera de la zona del euro. El valor de las posiciones de IED de las EFE en Malta es una estimación basada en datos anuales detallados de IED extraídos de Eurostat y de la National Statistics Office de Malta. Las cifras de Lituania correspondientes a las posiciones exterior y de IED se refieren solo a los pasivos.

Aunque las EFE inflan las posiciones exteriores brutas de la zona del euro, su impacto en la posición de inversión internacional neta es limitado. Las EFE aportan más de 4 billones de euros a los activos y pasivos exteriores brutos de la zona del euro (panel a del gráfico B), lo que representa el 12 % del total. Las elevadas posiciones brutas de IED de los Países Bajos y Luxemburgo disminuyen considerablemente cuando se eliminan los vínculos ocasionados por las EFE (panel b del gráfico B). En cambio, las considerables posiciones brutas de IED de Irlanda no se deben a las EFE y reflejan principalmente las filiales de

multinacionales extranjeras con alguna presencia y producción físicas en el país⁴. Malta y Chipre, los países más pequeños de la zona del euro en términos de PIB, también tienen posiciones brutas de IED desproporcionadas como consecuencia de las EFE. Pese a estas posiciones exteriores brutas elevadas, las posiciones de inversión internacional neta de las EFE tienden a estar compensadas, tanto para la zona del euro en su conjunto como para cada uno de los países que la integran (panel a del gráfico B), dado que, por definición, los activos y pasivos de estas entidades son mayormente frente a no residentes.

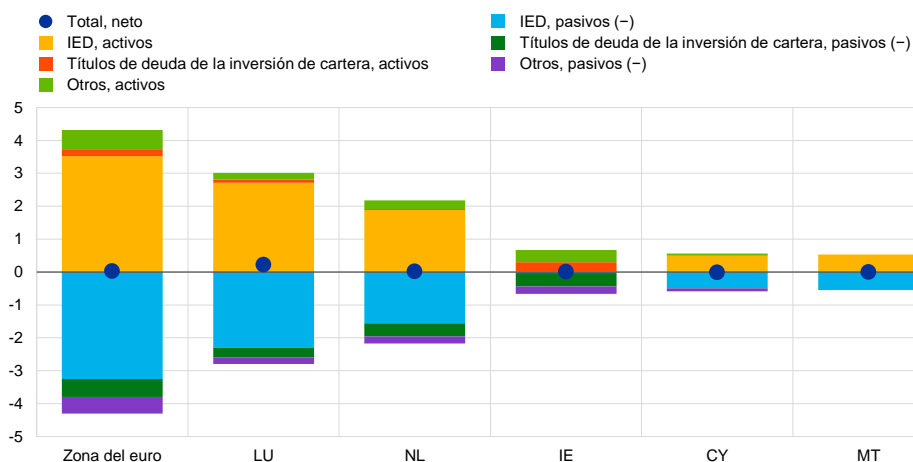
⁴ Las EFE irlandesas participan sobre todo en la emisión de títulos de deuda, por lo que estos se reflejan en los pasivos de la cartera de deuda del país.

Gráfico B

Las EFE inflan las posiciones exteriores de los centros financieros de la zona del euro

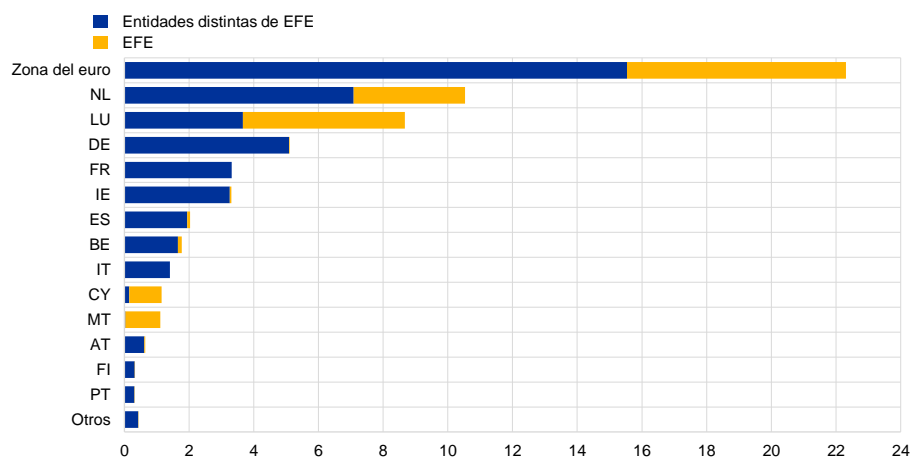
a) Activos y pasivos exteriores de las EFE

(billones de euros; final del II TR 2024)



b) Aportaciones de las EFE a las posiciones brutas de IED

(billones de euros; final del II TR 2024)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los valores para la zona del euro en su conjunto se refieren únicamente a las posiciones frente a entidades de contrapartida de fuera de la zona del euro. Los valores de los activos y los pasivos de IED de las EFE de Malta son estimaciones basadas en datos anuales detallados de IED extraídos de Eurostat y de la National Statistics Office de Malta. En el panel a, los pasivos se muestran con signo negativo, y «otros» incluye las participaciones de capital de la inversión de cartera, los derivados financieros y otras inversiones. En el panel b, las cifras muestran los saldos combinados de los activos y pasivos de IED, y «otros» incluye todos los países de la zona del euro que no aparecen por separado en el gráfico.

Las aportaciones de las EFE a los activos y pasivos exteriores totales de la zona del euro se han reducido recientemente, desde un nivel elevado, en un contexto de iniciativas nacionales e internacionales que afectan a los entornos regulatorio y fiscal de las multinacionales. Aunque las EFE representaban más del 15 % de los activos y pasivos exteriores totales de la zona del euro a principios de 2020, este porcentaje ha disminuido gradualmente hasta situarse en el 12 % al final del segundo trimestre de 2024. Esta disminución refleja, principalmente, la evolución de la IED, en la que ha descendido la participación de las EFE en los activos y pasivos totales. Entre las razones que explican esta evolución está, por

ejemplo, el hecho de que los inversores extranjeros opten por cerrar las filiales en la zona del euro —o reducir su tamaño— o por reembolsar los saldos vivos de los préstamos intragrupo. En el perfil trimestral de las transacciones subyacentes, los descensos de los activos y pasivos de las EFE han estado estrechamente correlacionados, lo que confirma la hipótesis de que los inversores extranjeros han estado reduciendo los balances de las EFE en la zona del euro⁵. Esto puede indicar que las multinacionales han reestructurado sus actividades globales y sus estructuras empresariales en respuesta a las recientes iniciativas de reforma del impuesto de sociedades a escala mundial, de la UE y nacional, como el Marco Inclusivo de la OCDE y del G-20 sobre la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios, la Directiva de la UE sobre un nivel mínimo global de imposición para las empresas multinacionales y los cambios en la legislación nacional relativa al impuesto de sociedades⁶.

El reciente episodio de contracción de la IED de la zona del euro se ha relacionado con las EFE y con «otras instituciones financieras» de características similares, mientras que las sociedades no financieras han mostrado una mayor capacidad de resistencia en lo que respecta a sus patrones de inversión. De hecho, en los dos últimos años se han observado fuertes patrones de desinversión en el caso de las «otras entidades financieras» que, aunque comparten determinadas características con las EFE, no cumplen todos los criterios para definirse como tales (gráfico C). Se trata sobre todo de instituciones financieras de ámbito limitado que son fundamentales para la tenencia de participaciones y las actividades de financiación intragrupo de las empresas multinacionales y que pueden verse afectadas por consideraciones sobre reestructuraciones empresariales similares a las relativas a las EFE. En cambio, las sociedades no financieras suelen asociarse a formas de IED más tradicionales — como la inversión nueva (*greenfield*), la inversión para ampliar la capacidad, o las fusiones y adquisiciones—, y la dinámica de sus inversiones suele estar más estrechamente alineada con los ciclos económicos y financieros mundiales y de la zona del euro⁷.

⁵ Por ejemplo, los datos transaccionales indican que, en el período comprendido entre el primer trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2024, las EFE de Luxemburgo registraron retrocesos acumulados de alrededor de 600 mm de euros tanto en los activos como en los pasivos, mientras que en las de los Países Bajos los descensos fueron de unos 250 mm de euros.

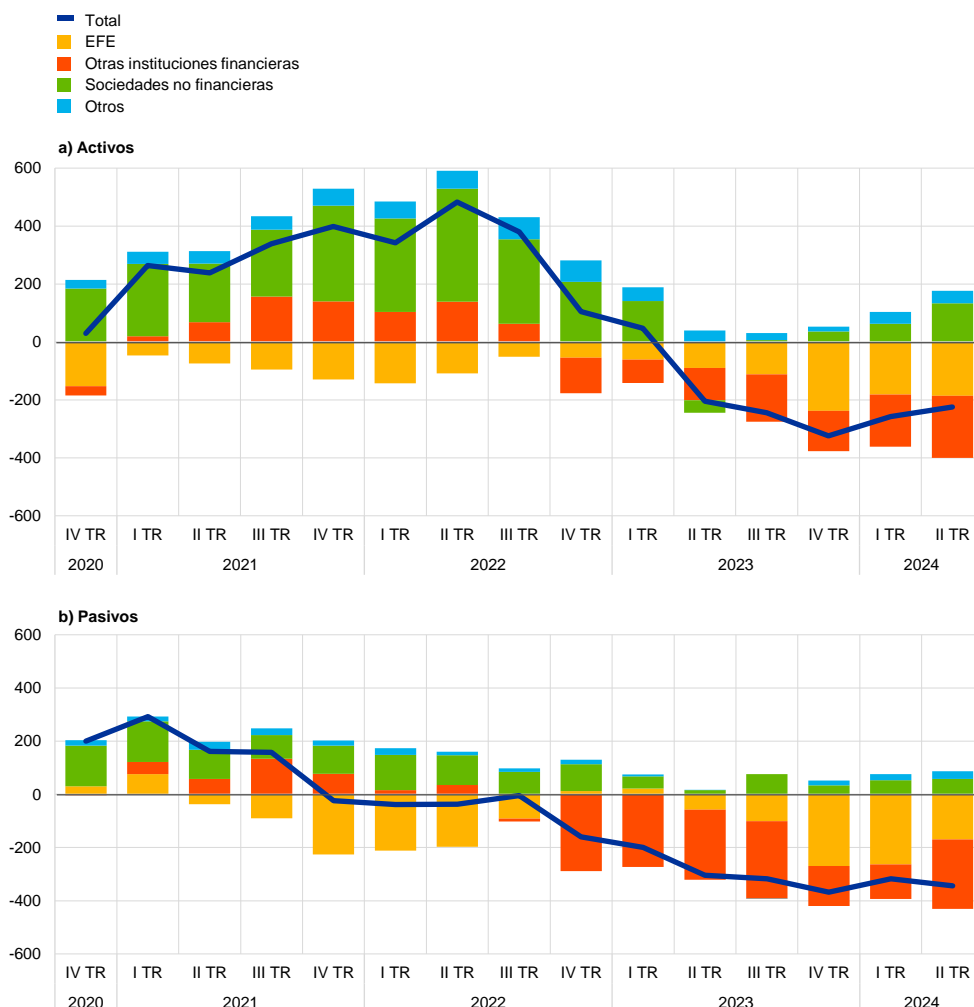
⁶ Para un resumen de las consideraciones en las que se basa el acuerdo del Marco Inclusivo de la OCDE y del G-20 relativo a un tipo efectivo mínimo global del impuesto de sociedades del 15 % para las grandes multinacionales, véase la publicación de la OCDE titulada «[Tax Incentives and the Global Minimum Corporate Tax](#)».

⁷ Véase el recuadro titulado «[Fragmentación geopolítica de los proyectos *greenfield* de inversión extranjera directa a nivel mundial y en la zona del euro](#)» en este Boletín Económico para consultar evidencia del efecto que tiene la alineación geopolítica sobre la IED *greenfield* a escala global y de la zona del euro.

Gráfico C

Descomposición sectorial de las operaciones de IED de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Para cada uno de los trimestres indicados en los ejes horizontales, los datos muestran los flujos acumulados de los cuatro trimestres hasta el final del trimestre en cuestión. «Otras instituciones financieras» comprende las instituciones financieras que no son entidades de crédito, fondos del mercado monetario, fondos de inversión, empresas de seguros o fondos de pensiones, y que no están clasificadas como EFE. «Otros» abarca todos los demás sectores residentes.

La evidencia que se presenta en este recuadro pone de relieve el importante papel que desempeñan las EFE en los vínculos financieros de la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a la evolución de la IED de los centros financieros. Para muchas cuestiones analíticas relevantes, resulta útil excluir de los datos las aportaciones de las EFE y de «otras instituciones financieras» con características similares. Mejorar adicionalmente las estadísticas disponibles — como la información sobre los países que son la última economía inversora en una relación de IED en la que participan— podría contribuir a comprender mejor la evolución de las actividades financieras transfronterizas de la zona del euro.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 95 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 16 y el 26 de septiembre de 2024¹.

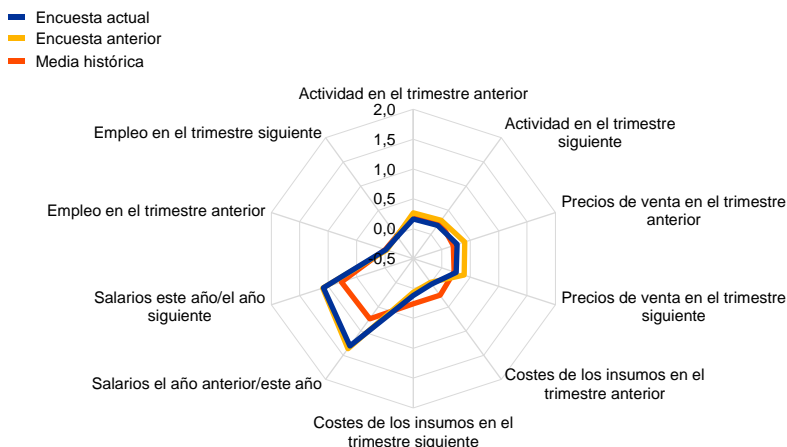
Los contactos señalaron un menor dinamismo de la actividad empresarial durante los meses de verano, observado principalmente en el sector industrial (panel a de los gráficos A y B). Este menor dinamismo reflejó, en particular, la creciente preocupación por la competitividad y la incertidumbre cada vez mayor en torno a la transición ecológica, así como los acontecimientos políticos en Europa y en el mundo. Estos desarrollos estaban llevando a que las empresas redujeran la inversión y se centraran en la reducción de costes, lo que también afectaba a la confianza de los consumidores. No obstante, la visión general seguía siendo acorde con un avance modesto de la actividad general, ya que el crecimiento sostenido de los servicios compensaba la desaceleración de la producción manufacturera. La actividad general tendió a situarse por debajo de las expectativas anteriores, sobre todo en Alemania y Francia, pero, en conjunto, mostró una mayor capacidad de resistencia en otros países.

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

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



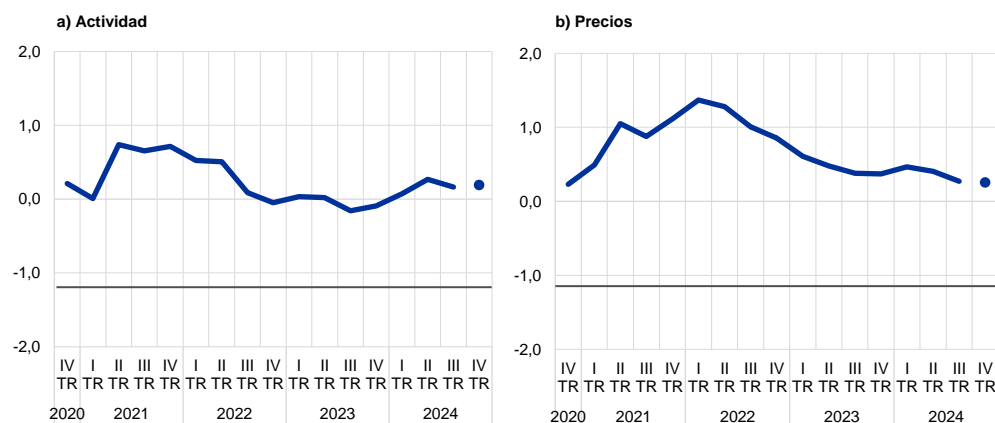
Fuente: BCE.

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

Gráfico B

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

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

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

Las opiniones de los contactos sobre la evolución del gasto en consumo fueron algo heterogéneas, lo que sugiere una recuperación todavía bastante débil hasta ahora. La mayoría de los contactos de los sectores de bienes de consumo y comercio minorista siguieron describiendo un mercado ligeramente polarizado en el que la demanda de los productos más caros por parte de clientes

con mayor poder adquisitivo continuaba creciendo con vigor, mientras que otros consumidores seguían «adquiriendo variedades de productos más baratas» y trataban de ahorrar. En el sector de la distribución alimentaria, esta tendencia continuaba beneficiando a los establecimientos de descuento frente a los convencionales y a las marcas blancas en perjuicio de las de fabricante. El apetito de los consumidores más jóvenes por las compras *online* estaba siendo atendido de manera creciente por plataformas de comercio minorista de fuera de la UE que ofrecen productos a precios muy bajos. Entre otros indicios de que los consumidores seguían ajustando su presupuesto cabe mencionar las compras de menores cantidades y la fortaleza de las ventas en la «economía circular». Según los contactos, este tipo de reutilización no solo ampliaba la vida útil de los productos y reducía los residuos, sino que también era más asequible. En cambio, varios contactos señalaron un repunte del gasto en bienes de consumo que atribuían a la moderación de la inflación y a la recuperación de las rentas reales. Si bien este repunte se asoció principalmente a compras de bienes de consumo no duradero, también se indicó que el gasto en grandes electrodomésticos empezaba a recuperarse del mínimo registrado después de la pandemia, aun cuando la demanda total de estos bienes continuaba falta de dinamismo como consecuencia de la persistente debilidad de la construcción residencial. El crecimiento del gasto en servicios siguió superando al del gasto en bienes, como se vio plasmado en la intensa actividad relacionada con el turismo durante los meses de verano e incluso, por el momento, en una evolución favorable de las reservas hoteleras para las temporadas de otoño e invierno. Dicho esto, también se observaban señales crecientes de que la demanda de servicios turísticos por parte de los consumidores se estaba tornando más sensible a los elevados precios, como se refleja, por ejemplo, en el crecimiento más sólido de la demanda de reservas de hoteles en temporada baja en comparación con las de temporada alta.

La demanda en el sector del automóvil se había debilitado en los últimos meses, con efectos arrastre en otros segmentos del sector manufacturero.

Esto se debía a una falta general de demanda de los consumidores y las empresas, así como a una demanda todavía frágil o en descenso de vehículos eléctricos de batería (VEB). La causa más mencionada por los contactos de la caída de la actividad en muchas partes de los sectores de bienes de equipo e intermedios fue la renovada debilidad del sector automovilístico. Además, los contactos consideraban que la falta de dinamismo de la demanda de VEB estaba planteando dudas sobre la transición de este importante sector en el contexto más amplio de la consecución de los objetivos climáticos, lo que estaba contribuyendo a la mayor incertidumbre en las manufacturas.

En el sector industrial había una inquietud cada vez mayor, debido a los elevados costes y a la incertidumbre política, lo que estaba llevando a que las empresas redujeran las inversiones y se centraran en reducir costes.

Los contactos mencionaron los elevados y volátiles precios de la energía, el aumento de los costes regulatorios y el fuerte crecimiento de los salarios como factores que estaban erosionando la competitividad de muchas empresas europeas en los mercados mundiales. Numerosos contactos indicaron una creciente preocupación sobre un sistema para reducir las emisiones de carbono basado en complejas

normas y requisitos de presentación de información que en última instancia incrementaba los costes para las empresas. Esta preocupación iba unida a la incertidumbre generada por la falta de estabilidad en la toma de decisiones políticas sobre la regulación y las subvenciones pertinentes. Además, los contactos señalaron un deterioro del entorno económico y político mundial, en el que destaca la desaceleración y la creciente autosuficiencia de la economía china, que estaba frenando la demanda de exportaciones e intensificando la competencia de las importaciones. La combinación de estos factores estaba contribuyendo cada vez más a que tanto las inversiones en capacidad como las relacionadas con el clima se dejaran en suspenso. Esto se reflejó en una disminución de las entradas de pedidos en gran parte del sector de bienes de equipo, así como en la persistencia de unos niveles bajos —si no todavía en descenso— de demanda de bienes intermedios en sectores como los de acero y productos químicos, en los que también se estaban afrontando excesos de capacidad, y una caída continuada de la demanda en el sector de la construcción, que se encuentra en retroceso. La congelación de los planes de inversión y el foco en el recorte de costes se plasmaron, en cierta medida, en una menor demanda de servicios de consultoría, si bien, no obstante, impulsaron la demanda de determinados activos intangibles, como *software* para mejorar la eficiencia. Los contactos que operan en los sectores de construcción de obra civil o de fabricación de equipos para los sectores aeroespacial y ferroviario manifestaron que los niveles de producción estaban aumentando, pero que reflejaban pedidos anteriores con plazos de entrega de varios años; y los mismos contactos también mencionaron niveles relativamente bajos de nuevos pedidos, en parte debido a la parálisis política y a los ajustes fiscales.

Los contactos no anticipaban grandes cambios en la dinámica general de debilidad del crecimiento a corto plazo. Esta valoración contrastaba ligeramente con la de encuestas anteriores de este año, de las que se desprendía un aumento paulatino del optimismo. Numerosos contactos seguían considerando que, con el tiempo, la menor inflación, la bajada de los tipos de interés y el incremento de las rentas impulsarían en mayor medida el gasto en consumo. Con todo, los contactos tendieron a retrasar a 2025 sus expectativas de recuperación de dicho gasto. Muchos también pusieron de relieve importantes riesgos estructurales a la baja para el sector industrial a falta de un entorno regulatorio más estable y menos oneroso.

Las perspectivas de empleo eran débiles, debido a que muchas empresas se estaban centrando en aumentar la eficiencia y la productividad. En algunas partes del sector manufacturero (automoción, productos químicos, acero), esto implicaba no solo adoptar un enfoque prudente en materia de contratación, sino también emprender una reestructuración en respuesta a la falta de dinamismo de la demanda o a los crecientes costes salariales. No obstante, se esperaba que el efecto de estas medidas en el empleo agregado fuera limitado, dado que el empleo seguía creciendo en gran parte del sector servicios y porque, incluso en las manufacturas, muchas empresas continuaban enfrentándose a escasez de mano de obra y tenían vacantes por cubrir. Por tanto, las medidas de reducción de costes que estaban aplicando por algunas empresas proporcionaban oportunidades de contratación a otras empresas en aquellos mercados de trabajo más tensionados estructuralmente.

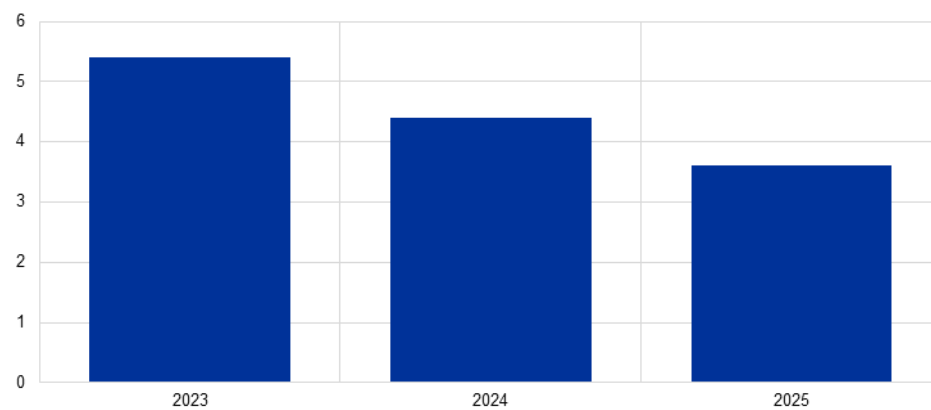
Los contactos señalaron una moderación adicional del crecimiento de los precios en general (panel b de los gráficos A y B). Los contactos del sector de comercio minorista siguieron mencionando un entorno competitivo en el que los clientes continuaban siendo sensibles a los precios, lo que se había plasmado en unos precios bastante estables. Mientras que los contactos del sector minorista de alimentación aún consideraban que, en promedio, los precios subirían ligeramente en el tercer y cuarto trimestre, la mayoría de los del sector minorista no alimentario indicaron que los precios se habían mantenido estables o habían disminuido. En el sector manufacturero, los precios continuaban siendo bastante estables, en general. Los contactos manifestaron que si bien, en promedio, los precios se estaban incrementando en los sectores de bienes de equipo y de bienes de consumo, esta evolución se estaba viendo compensada por la bajada de los precios en algunos segmentos del sector de bienes intermedios, sobre todo en el del acero. La estabilidad general del entorno de precios en la industria era resultado de la difícil situación económica, de la fuerte competencia y del hecho de que los precios de la energía y de las materias primas apenas habían variado, lo que reflejaba las condiciones generales de oferta y de demanda en los mercados internacionales. Varios contactos continuaron aludiendo a la subida de los costes del transporte marítimo, dado el considerable encarecimiento observado en meses anteriores del año como consecuencia del desvío de buques de carga entre Asia y Europa por el extremo sur de África. Sin embargo, las tarifas de los fletes marítimos estaban volviendo a caer, ya que el pronunciado crecimiento de la capacidad de transporte por mar superaba a la demanda, que este año se había adelantado ligeramente como consecuencia de la mencionada crisis del mar Rojo. La mayoría de los contactos de los sectores de servicios empresariales y de consumo siguieron señalando que los precios estaban subiendo, debido a la necesidad de trasladar el aumento de los costes laborales y al incremento continuado de la demanda. No obstante, el impulso general parecía haber perdido fuerza en los últimos meses. Además de los salarios, el factor determinante del crecimiento de los costes más mencionado fue la regulación.

Los contactos seguían esperando una moderación gradual del crecimiento de los salarios el próximo año (gráfico C). Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos percibían una desaceleración del avance de los salarios, desde el 5,4 % en 2023 hasta el 4,4 % en 2024, y esperaban una disminución adicional hasta el 3,6 % en 2025. Pese al carácter rotatorio del panel de contactos, estas expectativas prácticamente no habían variado con respecto a la encuesta anterior. No obstante, varios contactos señalaron que, recientemente, los sindicatos habían planteado unas demandas de subidas salariales muy sustanciales. En su opinión, estas demandas no reflejaban el difícil entorno económico actual y acrecentaban la incertidumbre en torno a las perspectivas tanto de salarios como de empleo.

Gráfico C

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2023 y 2024 y sobre sus expectativas para 2025. Las medias correspondientes a 2023, 2024 y 2025 se basan en las indicaciones facilitadas por 75, 81 y 73 contactos, respectivamente.

5 La causa principal de la inflación reciente según los consumidores: cambios en su percepción a lo largo del tiempo

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Pedro Neves y Katia Werkmeister

Entender la percepción de los consumidores sobre los determinantes de la inflación es clave para interpretar los cambios en sus expectativas de inflación, que pueden influir significativamente en las decisiones económicas reales.

Las narrativas que los consumidores construyen para explicar la inflación desempeñan un papel fundamental a la hora de configurar sus expectativas, y los diferentes factores —como los salarios o los beneficios— implican distintos grados de persistencia de la inflación¹. Para analizar esta cuestión con más detalle, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2023 y de marzo de 2024 se pidió a los encuestados que seleccionaran entre tres respuestas posibles (los beneficios empresariales, los costes salariales u otros costes intermedios) la que, en su opinión, había sido la causa principal del aumento de la inflación registrado en 2022-2023. Aunque la percepción de los consumidores cambió, sobre todo antes de principios de 2024, se ha estabilizado desde entonces, por lo que los datos de la encuesta de marzo de 2024 serían indicativos de tendencias más generales. El análisis de la evolución de la percepción de los consumidores ayuda a explicar los ajustes de las expectativas de inflación y el modo en que los cambios en las narrativas macroeconómicas afectan a la dinámica futura de la inflación.

En marzo de 2024, la mayor parte de los consumidores de la zona del euro atribuyeron el aumento de la inflación del período 2022-2023 principalmente a otros costes intermedios, seguido de los beneficios y los salarios. El panel A del gráfico A muestra el porcentaje de encuestados que seleccionaron cada opción en cada país. Otros costes intermedios (como la energía, las materias primas u otros costes empresariales) fueron seleccionados como el principal factor por el 66 % de los encuestados de la zona del euro, seguido de los beneficios empresariales (20 %) y de los salarios (14 %). Aunque esta clasificación de las causas de la inflación fue generalizada en los distintos países, la frecuencia de cada respuesta varió considerablemente. El orden de los países se basa en el porcentaje de encuestados que seleccionaron los salarios como principal factor. Los Países Bajos (27 %) y Bélgica (22 %) lideran esta clasificación, seguidos muy de cerca por Austria (19 %) y Alemania (17 %), con Francia (9 %), Finlandia (8 %) y Grecia (8 %) en la parte baja. En Grecia, un porcentaje notable de los consumidores (el 43 %) cree que los beneficios empresariales fueron el principal determinante de la inflación.

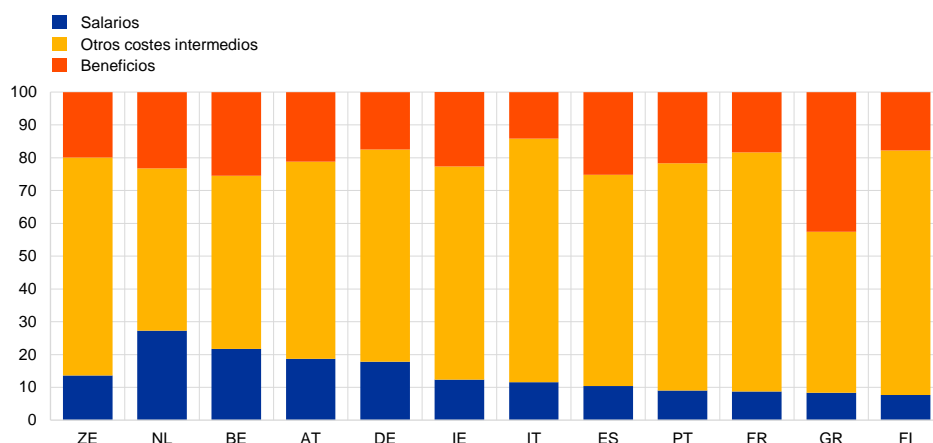
¹ Para conocer evidencia empírica, véase P. Andre *et al.*, «Narratives about the Macroeconomy», Discussion Paper, n.º 17305, Centre for Economic Policy Research (CEPR), mayo de 2022.

Gráfico A

Percepción de la causa principal de la inflación

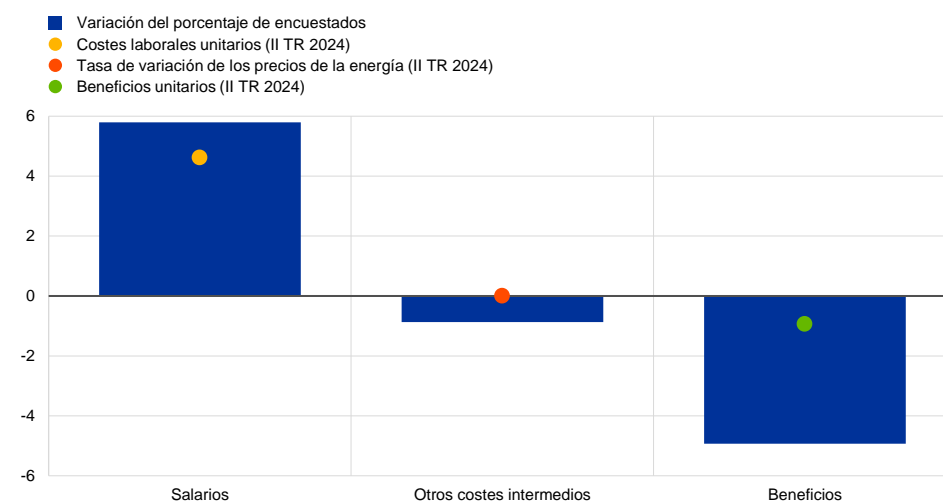
a) Por país

(porcentaje de encuestados)



b) Variación entre junio de 2023 y marzo de 2024

(variación en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



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

Notas: «ZE» corresponde a la zona del euro. Panel a: Estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que seleccionan cada opción por país en marzo de 2024. La pregunta de la CES es la siguiente: «En su opinión, ¿cuál es el factor principal que explica la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses?». Las opciones de respuesta eran las siguientes: «1. Los beneficios de las empresas; 2. Los costes salariales de las empresas; 3. Otros costes intermedios de las empresas (por ejemplo, energía, materias primas y otros costes empresariales)». Panel b: Las barras se refieren a estimaciones ponderadas de la variación del porcentaje de encuestados que seleccionaron cada respuesta entre junio de 2023 y marzo de 2024. Los puntos de color representan las tasas de variación interanual de los costes laborales unitarios, la tasa de variación de los precios de la energía y los beneficios unitarios en el segundo trimestre de 2024, obtenidas de datos oficiales.

En comparación con junio de 2023, la percepción de los consumidores con respecto a las causas principales de la inflación otorgó un mayor peso a los salarios, aunque otros costes intermedios seguían considerándose, en general, el factor más importante. La pregunta sobre la percepción de la causa principal de la inflación se planteó por primera vez en la CES de junio de 2023 y se repitió en la CES de marzo de 2024². El panel b del gráfico A muestra la variación

² Los resultados de la CES de junio de 2023 se presentan y analizan en el recuadro titulado «¿Cuál es la causa principal de la inflación reciente según los consumidores?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023.

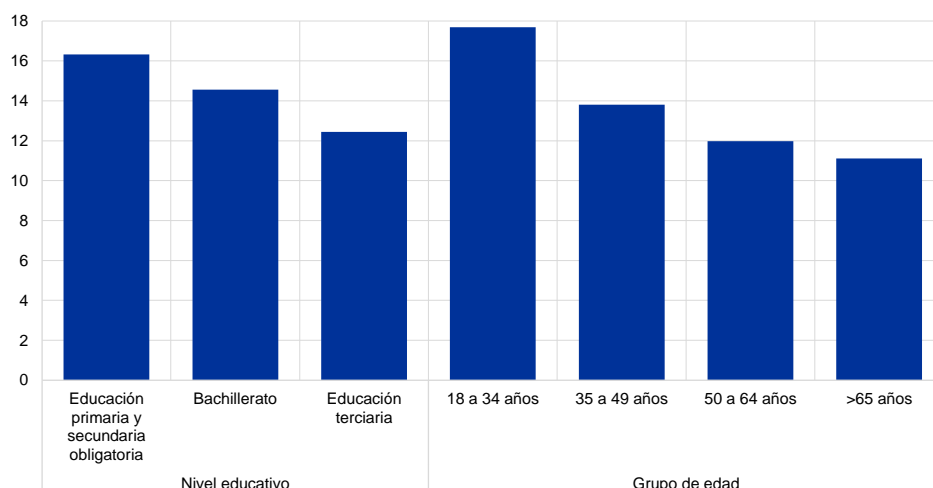
del porcentaje de encuestados que seleccionaron cada respuesta entre junio de 2023 y marzo de 2024 para el conjunto de la zona del euro. El porcentaje de consumidores que seleccionaron los beneficios empresariales se redujo en 5 puntos porcentuales, mientras que el porcentaje que eligió los costes salariales se incrementó en 6 puntos porcentuales. Esta dinámica está en línea con la evolución del crecimiento de los salarios y de los beneficios unitarios en el mismo período. El porcentaje de encuestados que seleccionaron otros costes intermedios se mantuvo prácticamente constante, ya que solo varió menos de 1 punto porcentual.

Gráfico B

Los salarios como causa principal de la inflación

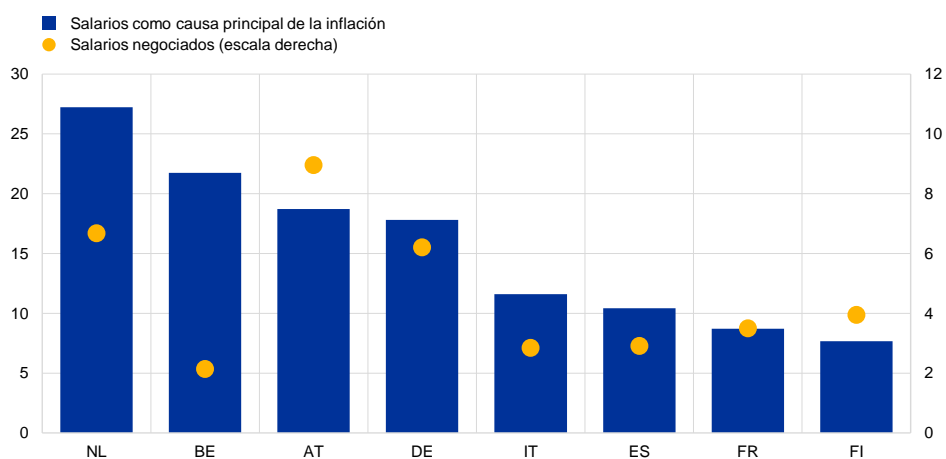
a) Por nivel educativo y edad de los encuestados

(porcentaje de encuestados)



b) Por país y crecimiento salarial

(porcentaje de encuestados; tasas de variación interanual)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés).

Notas: Estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que seleccionaron los salarios como causa principal de la inflación en marzo de 2024, por país. Los salarios negociados se refieren a la tasa de crecimiento interanual, incluidos los pagos extraordinarios, correspondiente al primer trimestre de 2024.

Los consumidores que seleccionaron los salarios como causa principal de la inflación en general son más jóvenes, no poseen un título universitario y viven

en países en los que el crecimiento de los salarios ha sido relativamente elevado en el último año. El panel a del gráfico B muestra la prevalencia de los salarios como principal factor impulsor de la inflación según el nivel educativo y la edad del encuestado. Una posible explicación de este resultado es que el reciente crecimiento salarial ha sido particularmente acusado entre los trabajadores que perciben el salario mínimo, que suelen tener un nivel educativo más bajo y se encuentran en el grupo de edad más joven. Además, en países en los que el crecimiento de los salarios ha sido alto en el pasado, una mayor proporción de encuestados tienden a seleccionar los salarios como causa principal de la inflación (panel b del gráfico B).

Los cambios en la percepción de los consumidores sobre las causas principales de la inflación están en línea con la evolución reciente. Los salarios han adquirido mayor peso en su percepción, mientras que el papel de los beneficios ha disminuido, en consonancia con la evolución reciente de los salarios y de los beneficios unitarios. Estos cambios demuestran el modo en que las narrativas sobre la inflación se reflejan en la percepción de los consumidores acerca de los determinantes principales de la inflación, lo que, a su vez, puede afectar a la manera en que se forman sus expectativas de inflación. Por lo tanto, estos resultados ponen de relieve la importancia de realizar un seguimiento de los cambios en las narrativas sobre la inflación.

6 Precisión de las proyecciones de crecimiento económico elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE desde la pandemia de COVID-19

Adrian Page

En el período posterior a la pandemia, la precisión de las proyecciones de crecimiento elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE ha sido buena en horizontes cortos, pese a las grandes perturbaciones experimentadas. La precisión de las proyecciones de inflación desde el comienzo de la pandemia ha sido ampliamente documentada en ediciones anteriores del Boletín Económico, pero en este recuadro se examina el comportamiento de las proyecciones del Eurosistema/BCE relativas al crecimiento del PIB real durante este período de turbulencias¹. La imposibilidad de predecir las fluctuaciones que registró el crecimiento en 2020 asociadas a las fases iniciales de la pandemia generó errores de previsión históricamente elevados². Por tanto, este recuadro se centra en la precisión de las proyecciones elaboradas después del estallido de la pandemia. Durante ese período, las previsiones de crecimiento a corto plazo han sido notablemente precisas (panel a del gráfico A). Con solo algunas excepciones durante 2021, cuando el crecimiento siguió viéndose afectado por la senda impredecible de la pandemia y las medidas de contención asociadas, los errores en las proyecciones de crecimiento del PIB real a un trimestre vista han sido incluso menores de lo habitual a pesar de las grandes perturbaciones, incluidas las causadas por las disrupciones en las cadenas de suministro y por la guerra de Rusia en Ucrania.

Sin embargo, en horizontes de un año, las proyecciones sobreestimaron el crecimiento a partir de mediados de 2022. En horizontes más largos, las proyecciones del crecimiento interanual del PIB a un año vista han sido menos precisas y, en muchas ocasiones (en 2022 y en la primera mitad de 2023, en particular), los errores absolutos de previsión fueron mayores que los errores medios absolutos históricos en dicho horizonte (panel b del gráfico A)³. En las proyecciones de entre mediados de 2022 y mediados de 2023 se sobreestimó el crecimiento y se subestimó la inflación. Esto es coherente con el hecho de que las principales perturbaciones durante dicho período estuvieron relacionadas con los cuellos de botella en las cadenas de suministro y con el suministro de energía debido a las disrupciones originadas por la guerra de Rusia en Ucrania. Estas

¹ Véanse «Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024; «Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022. Véase también «The empirical performance of ECB/Eurosystem staff inflation projections since 2000», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

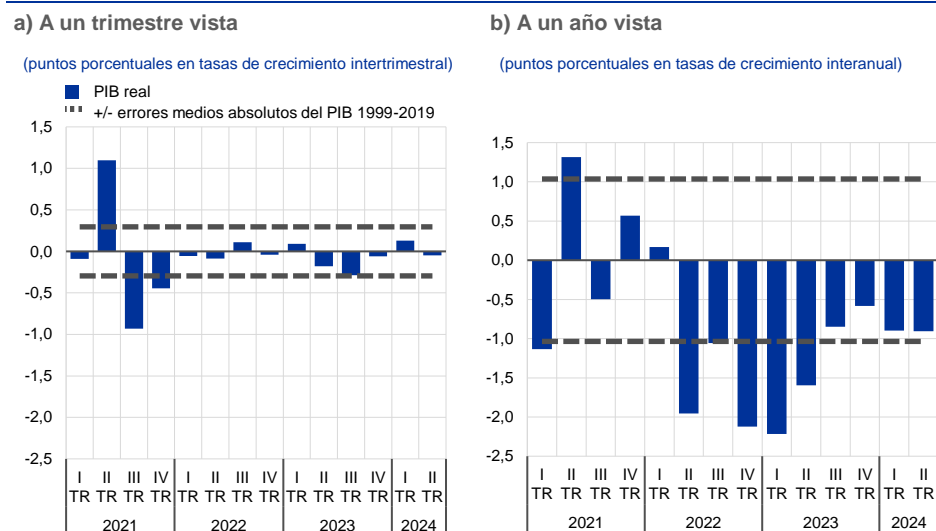
² La previsión para el segundo trimestre de 2020 contenida en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2020 dio lugar al mayor error histórico en este horizonte, ya que las medidas generalizadas de confinamiento relacionadas con el COVID-19 provocaron una contracción del crecimiento del 11,1 %, frente a un valor proyectado del 0,1 %.

³ Los errores de previsión en horizontes temporales más largos, como a dos años vista, no se muestran en aras de la brevedad, pero siguen un patrón muy similar al que muestra el panel b del gráfico A, con sobreestimaciones sistemáticas a partir de mediados de 2022.

perturbaciones de oferta impulsaron al alza la inflación, al tiempo que detuvieron el crecimiento. Aunque la magnitud de los errores de proyección del crecimiento ha disminuido durante el pasado año, se ha mantenido en niveles negativos en el horizonte de un año, lo que implica una sobreestimación persistente de la fortaleza de la recuperación.

Gráfico A

Errores de previsión del crecimiento del PIB real desde 2021



Fuentes: Proyecciones del Eurosistema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: El error es la diferencia entre el dato observado (publicado por Eurostat el 6 de septiembre de 2024) y el proyectado. «A un trimestre vista» se refiere a la proyección de la tasa de variación intertrimestral para el trimestre posterior a aquel en el que se publicaron las proyecciones respectivas (por ejemplo, el error para el segundo trimestre de 2024 en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024). «A un año vista» se refiere a la proyección de la tasa de variación interanual para el mismo trimestre del año siguiente a aquel en el que se publicaron las proyecciones respectivas (por ejemplo, el error para el segundo trimestre de 2024 en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023). Los errores medios absolutos del PIB real corresponden al período 1999-2019 y excluyen valores atípicos durante la crisis financiera global.

El consumo privado y la inversión han sido los principales factores determinantes de los errores de proyección a un año durante la mayor parte de este período, y la demanda exterior neta y las existencias también han influido más recientemente.

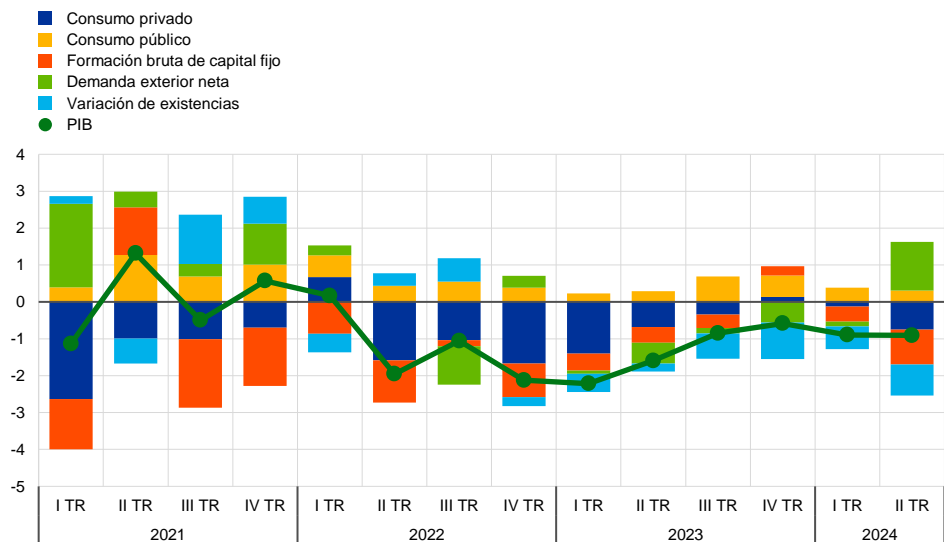
La descomposición de los errores de proyección en los componentes de demanda individuales del PIB ayuda a explicar el origen de los errores (gráfico B). En 2021, las proyecciones realizadas a lo largo del año anterior (es decir, durante la fase inicial de la pandemia) se vieron sujetas a una enorme incertidumbre y, en consecuencia, se produjeron errores considerables que se compensaron parcialmente entre los distintos componentes. Los cambios significativos en los patrones de consumo en favor de los bienes durante las primeras fases de la pandemia y, posteriormente, el retorno al consumo de servicios, dieron lugar a disrupciones en las relaciones económicas históricas, lo que redujo la predictibilidad del consumo, la inversión y el comercio. Cuando el impacto económico de la pandemia empezó a disiparse llegaron las disrupciones en las cadenas globales de suministro en 2021, seguidas de la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, que alteró el suministro energético en Europa. Estas perturbaciones impulsaron al alza la inflación, lo que hizo que las rentas reales cayeran inesperadamente y el consumo privado sorprendiera a la baja hasta

mediados de 2023. Desde entonces, los errores en el consumo privado han sido reducidos, ya que las sorpresas al alza en la renta disponible han dado lugar a un aumento del ahorro en lugar de a un mayor consumo. El crecimiento de la inversión también ha sorprendido sistemáticamente a la baja durante el período posterior a la pandemia. Esta evolución puede explicarse, en parte, por los elevados niveles de incertidumbre, que se había previsto que desaparecieran, pero que, por el contrario, persistieron ante la serie de perturbaciones adversas mencionadas. Otro factor que afectó al PIB real y a varios componentes de la demanda fue la política monetaria del BCE, que se endureció considerablemente, y en mayor medida de lo esperado por los mercados, ante el fuerte repunte de la inflación. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento ha tendido asimismo a sorprender a la baja debido a una recuperación del comercio mundial más débil de lo previsto, pero también a las pérdidas de competitividad, ya que las perturbaciones de los precios de la energía han sido más acusadas en la zona del euro que en otros socios comerciales importantes. En los últimos trimestres, la desacumulación de existencias ha supuesto un lastre inesperado para el crecimiento, como reflejan las contribuciones negativas de la variación de existencias. El único componente que ha sorprendido sistemáticamente al alza durante este período es el consumo público⁴.

Gráfico B

Descomposición de los errores de previsión del PIB real a un año vista, por contribución de los componentes de demanda

(puntos porcentuales en la tasa de variación interanual)



Fuentes: Proyecciones del Eurosistema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: Véanse las notas del gráfico A. En el segundo trimestre de 2024, los errores elevados de previsión en la demanda exterior neta y en la inversión, que se compensan parcialmente, se deben, en parte, a la evolución volátil e impredecible de los productos de propiedad intelectual en Irlanda.

Durante la mayor parte del período posterior a la pandemia, los errores en los supuestos condicionantes explican gran parte de los errores de previsión.

Otra forma de ver el origen de los errores de previsión es examinar el papel de los

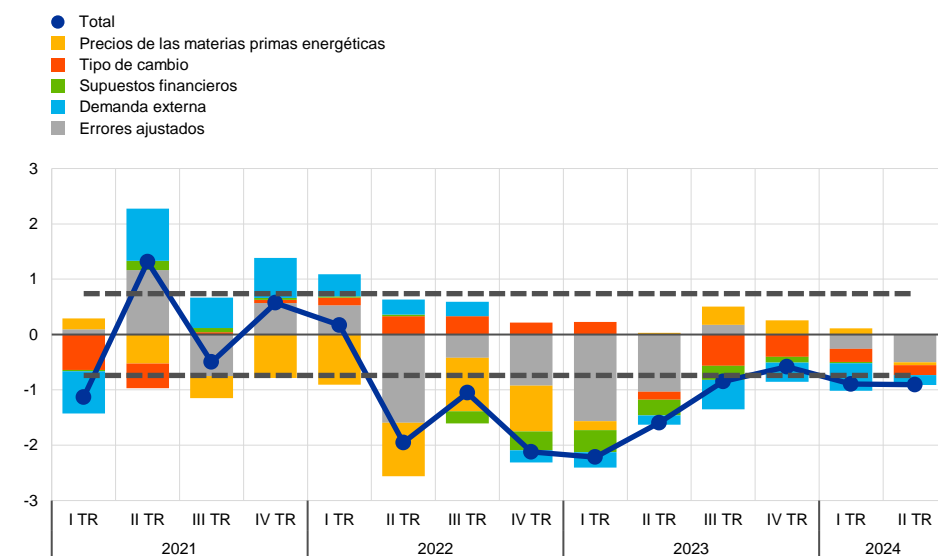
⁴ El motivo es que, a lo largo del período de la muestra, la política fiscal se había relajado más de lo esperado inicialmente, dado que los Gobiernos fueron adoptando y ampliando progresivamente el conjunto de medidas de estímulo y aplazaron la consolidación fiscal.

supuestos técnicos y las proyecciones de la demanda externa de la zona del euro, dos elementos clave de los modelos empleados en las proyecciones de los expertos⁵. En el gráfico C, los errores en el PIB a un año vista se descomponen en el impacto de los errores en estos supuestos y un residuo no explicado relacionado con otros factores. Este impacto puede estimarse utilizando elasticidades obtenidas de los modelos de proyección de los expertos del Eurosistema. Los acusados incrementos inesperados de los precios del petróleo y, en particular, del gas a partir del segundo semestre de 2021 desempeñaron un papel importante a la hora de explicar las sorpresas a la baja del crecimiento hasta finales de 2022. A partir de mediados de 2022, los supuestos financieros también influyeron en cierta medida, sobre todo las subidas mayores de lo esperado de los tipos de interés mencionadas anteriormente. Los errores en los supuestos sobre el tipo de cambio tuvieron un pequeño efecto positivo compensador durante 2022 y cambiaron de signo para contribuir negativamente a los errores de crecimiento a partir de mediados de 2023. Por último, la demanda externa sorprendió principalmente al alza en comparación con las expectativas de los expertos en la primera mitad del período pospandemia y, a finales de 2022, contribuyó a la sobreestimación del crecimiento.

Gráfico C

Descomposición de los errores de previsión del PIB real a un año vista: el papel de los errores en los supuestos condicionantes

(puntos porcentuales en la tasa de variación interanual)



Fuentes: Proyecciones del Eurosistema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: Véanse las notas del gráfico A. La contribución de los errores en los supuestos condicionantes a los errores en el crecimiento del PIB real se basa en elasticidades obtenidas de los modelos macroeconómicos del Eurosistema. Los precios de las materias primas energéticas se refieren a supuestos relativos a los precios del petróleo y del gas. El tipo de cambio se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro. Los supuestos financieros son supuestos relativos a los tipos de interés a corto y a largo plazo y a las cotizaciones bursátiles. «Errores ajustados» se refiere a todas las demás fuentes de error que no sean los errores en los supuestos condicionantes mencionados. Las líneas discontinuas indican los errores medios absolutos en el componente «errores ajustados» durante el período comprendido entre 2003 (la fecha más temprana para la que se dispone de descomposición) y 2019, excluidos los valores atípicos observados durante la crisis financiera global.

⁵ Los supuestos técnicos se refieren a variables fundamentales, como los precios de las materias primas energéticas y los tipos de interés de mercado, que se basan en los precios de los futuros y en el tipo de cambio. El supuesto relativo a esta última variable en el momento en que se elaboraron las proyecciones era que se mantendría en los niveles recientes.

El ajuste por los errores en los supuestos condicionantes da lugar a errores de menor magnitud, que pueden estar relacionados con la persistencia de la incertidumbre y, posiblemente, con un impacto mayor de lo esperado del endurecimiento de la política monetaria. Los supuestos condicionantes se basan principalmente en los precios de mercado y se consideran exógenos a las proyecciones de los expertos para la zona del euro. El ajuste por los errores en estos supuestos permite aislar la parte restante del error de previsión total (mostrado con las barras grises en el gráfico C), que puede atribuirse a los modelos utilizados para elaborar las proyecciones y al juicio experto⁶. Estos errores ajustados fueron considerablemente menores durante la mayor parte del período de la muestra, en especial desde mediados de 2023. Las líneas discontinuas del gráfico C señalan la media histórica de los valores absolutos de estos errores ajustados en períodos que no son de crisis. Los errores ajustados (barras grises) son mayores que estas medias en términos absolutos solo en cuatro trimestres, pese a la elevada incertidumbre observada durante ese período. Pero, ¿qué factores podrían explicar estos errores? Como se ha mencionado anteriormente, un factor extraordinario fue la importante infraestimación del aumento de la inflación (que fue mayor de lo que podrían explicar los supuestos técnicos) y el consiguiente impacto sobre la renta disponible. La perturbación de los precios de la energía también dio lugar a pérdidas de competitividad persistentes e inesperadas más allá de lo que reflejaban los supuestos relativos al tipo de cambio. Las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania y más recientemente en Oriente Próximo, han tenido una incidencia significativa sobre la incertidumbre y la confianza. Otro factor puede estar relacionado con el impacto de la política monetaria. Aunque las barras verdes del gráfico C recogen el impacto de los errores en los supuestos financieros basados en los modelos de proyección del Eurosistema, otros modelos sugieren efectos más acusados⁷. Además, la no linealidad en la transmisión debida a la velocidad e intensidad excepcionales del endurecimiento de la política monetaria o al paso de un entorno de tipos de interés «bajos durante un período prolongado» a otro de tipos de interés elevados puede haber incidido en la economía con mayor intensidad de lo que sugieren los modelos de proyección habituales.

En conclusión, pese a la serie de grandes perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro en los últimos años, los errores de previsión del crecimiento en las proyecciones de los expertos han sido comparables con las medias anteriores a la pandemia. No obstante, las perspectivas siguen ensombrecidas por una incertidumbre considerable. Los analistas están estudiando continuamente formas de mejorar sus modelos de predicción y de realizar ajustes basados en el juicio experto cuando los modelos se equivocan sistemáticamente. Algunos de los frutos de estos esfuerzos pueden observarse en los errores de previsión del crecimiento a corto plazo, que han sido inferiores a la media histórica a pesar de las enormes perturbaciones experimentadas. Aunque los errores de proyección a un año vista han sido persistentemente negativos, pueden explicarse en gran parte por los errores en los supuestos condicionantes. Es

⁶ Véase «[Why we need models to make projections](#)», *The ECB Blog*, 5 de julio de 2023.

⁷ Véase el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

probable que los errores restantes reflejen los cambios significativos y persistentes observados en los últimos años en las relaciones económicas fundamentales. Cabe señalar que los errores descritos en este recuadro se refieren a las proyecciones publicadas hasta junio de 2023. Desde entonces, los expertos ya han tenido en cuenta el flujo de información negativo: por ejemplo, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja, desde el 1,5 % en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2023 hasta el 0,8 % para 2024, ya que la información reciente sugiere una recuperación más débil de lo esperado. No obstante, las proyecciones económicas siguen ensombrecidas por una incertidumbre considerable. Para ilustrar el posible impacto de las fuentes de incertidumbre más relevantes sobre las previsiones, las proyecciones de los expertos suelen ir acompañadas de escenarios alternativos que ponen de relieve los riesgos principales, así como bandas de incertidumbre más genéricas⁸.

⁸ Véanse las bandas de incertidumbre en torno a las proyecciones de crecimiento del PIB real en el gráfico 1 y «[Escenarios alternativos para la confianza de los consumidores e implicaciones para la economía](#)», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro*, septiembre de 2024.

Explicación de las revisiones de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales: información procedente de la encuesta a analistas de política monetaria

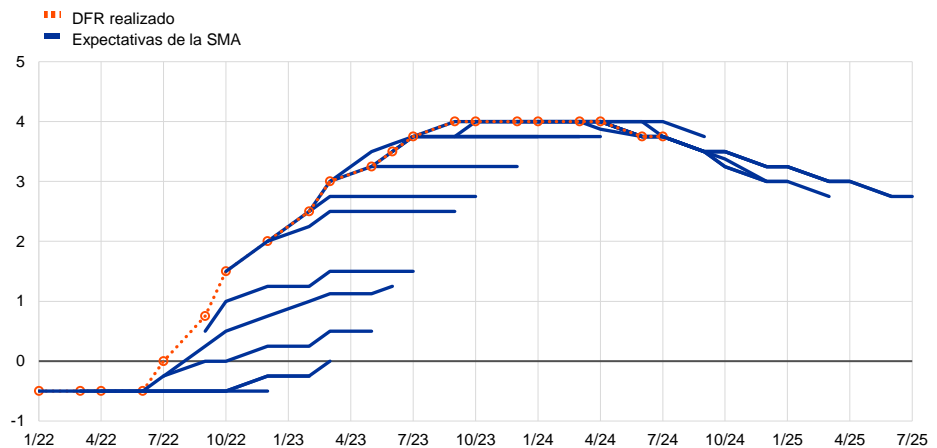
Yıldız Akkaya y Boryana Ilieva

Durante el ciclo de subidas de tipos en 2022 y 2023, los participantes en los mercados financieros y los analistas realizaron ajustes frecuentes y considerables de sus expectativas sobre los niveles de los tipos de interés oficiales del BCE. Entre julio de 2022 y septiembre de 2023, los participantes en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria ([Survey of Monetary Analysts](#) o SMA) revisaron constantemente sus expectativas sobre la senda de los tipos de interés, y el DFR (tipo de interés de la facilidad de depósito) máximo esperado se incrementó 350 puntos básicos, desde el 0,5 % hasta el 4 % (gráfico A).

Gráfico A

Revisiones de las expectativas (hasta un año vista) de la SMA sobre la senda del DFR y el DFR realizado

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta a analistas de política monetaria (SMA) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la mediana de las expectativas de la SMA (color azul) y el DFR (color rojo). La última observación corresponde a septiembre de 2024.

Entender por qué los participantes en la SMA revisan sus expectativas es importante para la adopción de decisiones de política monetaria, dado que proporciona información sobre cómo afectan los cambios en las opiniones económicas, las proyecciones de inflación, el sentimiento de los mercados y las medidas de política monetaria a la senda esperada de los tipos de interés oficiales. Si se utilizan las respuestas individuales de los participantes en la SMA, las revisiones de la senda esperada del tipo de interés de la facilidad de depósito pueden descomponerse en varios factores explicativos utilizando análisis de

regresión¹. Entre estos factores se incluyen los cambios de las propias opiniones de los analistas sobre la situación de la economía —en particular, las expectativas a un año relativas a la inflación medida por el IAPC y al crecimiento del PIB— y sobre el DFR a largo plazo. Otro factor se refiere a las variaciones de la curva de tipos *forward* que no vienen determinadas por las expectativas de inflación y de crecimiento, sino que están relacionadas con la comunicación de la política monetaria y el sentimiento de los mercados financieros, tal como se refleja en los movimientos de la curva de tipos *forward* «reunión a reunión» de Bloomberg (M2M de BBG, por sus siglas en inglés). Los valores M2M de BBG están ortogonalizados con respecto a las expectativas de los encuestados sobre la inflación y el crecimiento del PIB, por lo que captan movimientos más allá de esas expectativas. Un último conjunto de factores incluye diferencias en las expectativas de los analistas con respecto a las últimas proyecciones de inflación elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema y las variaciones inesperadas de los tipos de interés oficiales². En conjunto, estos factores representan el 50 % de la variación de las revisiones de los participantes en la SMA en relación con la senda esperada del DFR³.

Las expectativas individuales de los participantes en la SMA relativas a la inflación y el crecimiento del PIB representan una proporción sustancial de las revisiones realizadas en la senda esperada de los tipos de interés oficiales (gráfico B). Si se analiza la magnitud de las contribuciones de los distintos factores a las revisiones del tipo de interés de la facilidad de depósito desde enero de 2022, las revisiones de las expectativas de inflación medida por el IAPC y de las expectativas de crecimiento del PIB destacan como determinantes clave durante el repunte de la inflación. La relevancia de los cambios en los factores macroeconómicos para las revisiones de la senda del DFR durante este período sugiere que los analistas percibieron una función de reacción coherente de la política monetaria, especialmente en épocas de mayor variabilidad macroeconómica. En los casos en los que no se anticipaban cambios de los tipos de

¹ La regresión se estima utilizando datos de la SMA a nivel individual y tiene en cuenta la heterocedasticidad en la estimación de los errores estándar. Para consultar un análisis similar, pero con datos de la encuesta agregados, véase M. Bernardini y A. Lin, «[Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor Rule](#)», *Economics Letters*, vol. 235, febrero de 2024.

² El indicador prospectivo preciso de los mercados financieros incluido en las regresiones es la media semanal del DFR esperado, según reflejan los tipos *forward* M2M de BBG en la semana anterior a la difusión de la SMA. Los tipos *forward* están ortogonalizados con respecto a las propias expectativas de los encuestados sobre la inflación medida por el IAPC y el crecimiento del PIB real. En efecto, las variaciones de los tipos *forward* M2M de BBG están relacionadas con componentes de la curva de mercado, como el impacto de la comunicación del BCE, el sentimiento de los mercados y otros factores no relacionados con la evolución macroeconómica. Las proyecciones de los expertos del BCE/Eurosistema figuran como la desviación de las últimas proyecciones disponibles para la inflación medida por el IAPC a un año vista con respecto a las propias expectativas de inflación de cada panelista para el mismo horizonte temporal.

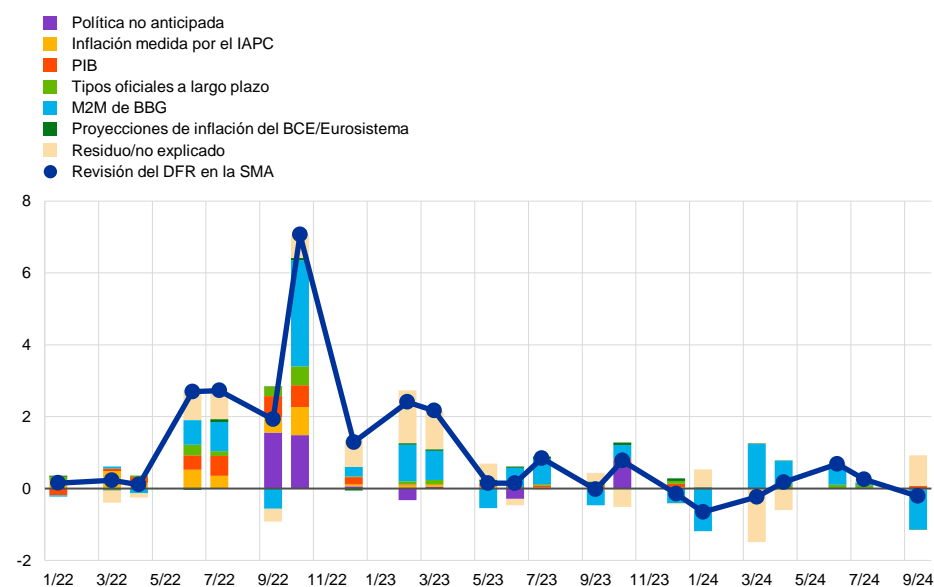
³ Análisis anteriores que se presentaron en el recuadro titulado «[Errores en las expectativas de política monetaria durante el reciente ciclo de endurecimiento: información procedente de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024, mostraron que los errores en las expectativas de los participantes en la SMA se debieron, principalmente, a las revisiones de sus expectativas macroeconómicas, lo que sugiere que los analistas percibieron una función de reacción coherente de la política monetaria. El análisis actual está en consonancia con estas conclusiones e incorpora variables de control adicionales, como las proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema y los tipos *forward* M2M de BBG, que se considera que tienen un impacto significativo en las expectativas de tipos de interés oficiales.

interés oficiales, la variación inesperada se refleja naturalmente como uno de los principales determinantes de las revisiones de las expectativas.

Gráfico B

Descomposición de las revisiones acumuladas de las expectativas (hasta un año vista) de la SMA sobre la senda del DFR

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta a analistas de política monetaria (SMA) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las revisiones de las expectativas relativas a la senda del DFR y su descomposición desde enero de 2022. La magnitud de los efectos se basa en los coeficientes de la regresión de panel y en la media de los factores explicativos individuales en cada ronda de la encuesta. Los regresores son los componentes inesperados de los factores que se analizan en el texto. Dado que la SMA se lleva a cabo antes de cada reunión del Consejo de Gobierno, las variables entran en la regresión con un retraso respecto a las fechas de esas reuniones. Por ejemplo, la barra correspondiente a septiembre de 2024 refleja diferencias con respecto a antes y después de la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en julio. La última observación corresponde a septiembre de 2024.

El impacto de las expectativas de los mercados financieros sobre las expectativas de DFR de los participantes en la SMA desempeña un papel fundamental, junto con las actualizaciones de sus previsiones macroeconómicas.

Una proporción considerable de las revisiones obedece sistemáticamente a los cambios en la curva de tipos *forward* M2M de BBG. Los tipos *forward*, a su vez, responden no solo a las expectativas sobre el IAPC y sobre el crecimiento del PIB, sino también a la evolución de un conjunto más amplio de indicadores macroeconómicos, así como a la comunicación del BCE. El hecho de que las revisiones de la senda del DFR estén alineadas con los tipos *forward* indica que los participantes en la encuesta consideran una gran variedad de información al formar sus expectativas. Esto pone de relieve la importancia de disponer de indicadores alternativos, y con más matices, de la orientación de la política monetaria, especialmente en ausencia de indicaciones explícitas sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*).

La influencia cambiante de la información de los mercados financieros subraya la relevancia de entender y gestionar las expectativas de los mercados.

Mientras que la importancia de la información de los mercados financieros en relación con las expectativas macroeconómicas fue menor durante el

repunte de la inflación, la contribución de los datos macroeconómicos sobre la formación de expectativas de DFR pasó a ser menos notable a partir de 2023. Esta caída se produjo debido a que la magnitud de las perturbaciones disminuyó significativamente y las expectativas pasaron a ser mucho más acordes con la información macroeconómica disponible, en particular en relación con la inflación general. En cambio, la información de los mercados empezó a desempeñar un papel predominante desde 2023, también para la subida de septiembre de 2023. Esta evidencia sugiere que los analistas adaptaron sus expectativas de política monetaria a las expectativas de los mercados financieros, que pueden haberse visto influidas por diversos factores. Aunque los mercados financieros responden a una variedad de información macroeconómica más amplia que la que recoge la SMA, también es importante señalar que la comunicación del BCE, junto con los datos macroeconómicos publicados, sí influye en los tipos *forward*. En general, la evidencia ilustra el papel crucial que desempeña la información de los mercados en la formación de las expectativas de la encuesta, sobre todo porque los participantes en la SMA deben hacer frente a las complejidades de un entorno económico caracterizado por la volatilidad.

Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger y Philip Muggenthaler

Tras varios años de apoyo fiscal para mitigar el impacto de la pandemia de COVID-19 y de la reciente crisis energética, los países de la zona del euro elaboraron planes para que sus posiciones presupuestarias mejorasen de manera más acusada en 2024. La cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE se activó durante el período 2020-2023 para garantizar que las políticas fiscales pudieran proporcionar el respaldo necesario para que las economías de la UE hicieran frente a los efectos adversos de la pandemia y de la crisis energética. Para el año 2024, el Consejo Europeo alcanzó, en junio de 2023, un acuerdo sobre las recomendaciones específicas por país relativas a las políticas fiscales¹. En ellas se instaba a normalizar las políticas fiscales conforme la crisis energética se fuera disipando gradualmente. Al mismo tiempo, las orientaciones de política fiscal tenían en cuenta que 2024 sería un año de transición hacia el nuevo marco presupuestario de la UE. Este marco entró en vigor el 30 de abril de 2024 con el objetivo de que comience a aplicarse en 2025². En este contexto, en este recuadro se presenta un resumen de la evolución de las finanzas públicas en la zona del euro en 2024, reflejada en las sucesivas revisiones de las posiciones fiscales realizadas en varias rondas de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema y del BCE para la zona del euro.

Ciertamente, se prevé que la posición fiscal ajustada de ciclo de la zona del euro en su conjunto continúe mejorando en 2024, pero que se mantenga considerablemente por debajo de su nivel anterior a la pandemia (gráfico A).

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, el saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro —el saldo presupuestario, excluidos el impacto del ciclo y el gasto por intereses— mejorará desde el -1,9 % del PIB en 2023 hasta el -1,4 % en 2024. Tras registrar un avance marginal en 2023, esta mejora más sustancial refleja, en gran parte, la retirada de la mayoría de las medidas de apoyo aplicadas por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación³. Pese a esta dinámica favorable, se prevé que en 2024 el saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro se mantenga más de 2 puntos porcentuales por debajo del observado antes de la pandemia (2019). El grupo de países con niveles elevados de deuda tendió a registrar un saldo primario ajustado de ciclo más negativo que el grupo con niveles

¹ Estas recomendaciones incluían orientaciones de política fiscal específicas por país para 2023 y 2024 centradas en la retirada de las medidas de apoyo por los altos precios de la energía y en la utilización del ahorro resultante para reducir los déficits públicos lo antes posible en 2023 y 2024. Véase [Semestre Europeo 2023: Recomendaciones específicas por país para 2024, comunicado de prensa](#), Consejo de la UE, 16 de junio de 2023.

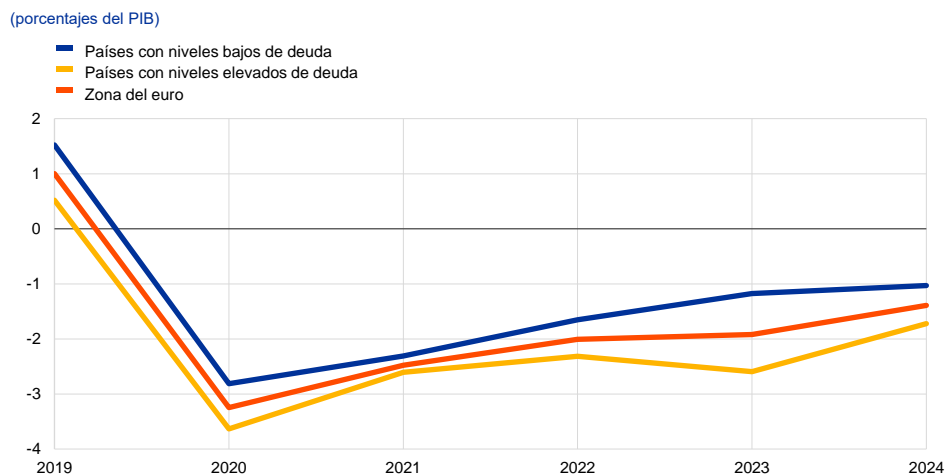
² Véase S. Haroutunian, *et al.* «[The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 349, BCE, 2024.

³ Para más información, véase la sección «[Evolución de las finanzas públicas](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

bajos de deuda durante todo el período comprendido entre 2019 y 2024, pese al mayor avance previsto en 2024⁴.

Gráfico A

Evolución del saldo primario ajustado de ciclo: zona del euro y países con niveles bajos de deuda frente a países con niveles elevados de deuda



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024.

Notas: El gráfico muestra las medias ponderadas por el PIB del saldo primario ajustado de ciclo para el agregado de la zona del euro y los dos grupos de países en función del nivel de deuda. El grupo «países con niveles elevados de deuda» incluye a los países de la zona del euro que registraron una ratio de deuda pública en relación con el PIB superior al 90 % en 2023 (Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia y Portugal). El resto se agrupan como «países con niveles bajos de deuda».

Si se consideran las rondas de proyecciones anteriores, se observa que la posición fiscal ajustada de ciclo de la zona del euro para 2024 se ha revisado a la baja sucesivamente desde el ejercicio de septiembre de 2023. Esta reciente revisión gradual a la baja de la proyección media, ponderada por el PIB, del saldo primario ajustado de ciclo para 2024 se ha realizado tanto en el grupo de países con niveles elevados de deuda como en el grupo con niveles bajos de endeudamiento, aunque de forma más notable en el primero (panel a del gráfico B)⁵. El primer grupo también registra un déficit presupuestario considerablemente mayor (panel b del gráfico B), debido en parte a los pagos por intereses, que son mucho más relevantes que en el grupo con niveles bajos de deuda y se han sometido a revisiones al alza más significativas en comparación con las rondas de proyecciones anteriores (panel c del gráfico B).

Sigue habiendo un cierto grado de incertidumbre y señales dispares en torno a los saldos presupuestarios finales de 2024. Por una parte, las posiciones presupuestarias de 2024 podrían acabar siendo algo mejores de lo esperado en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2024, debido a las expectativas de revisiones al alza del PIB en varios países en el contexto de las revisiones estadísticas (*benchmark*) de las cuentas nacionales llevadas a cabo en

⁴ Definido como el grupo integrado por los países de la zona del euro que registraron una deuda pública superior al 90 % del PIB en 2023; los indicadores relativos a este grupo se presentan como media ponderada por el PIB.

⁵ Cabe señalar que, en el caso de algunas economías más pequeñas incluidas en el grupo con niveles elevados de deuda (con un menor peso en el PIB), y sobre todo en el de Portugal, las proyecciones relativas al saldo primario ajustado de ciclo se han revisado al alza entre las proyecciones de septiembre de 2023 y las de septiembre de 2024.

2024⁶. Además, en sus proyectos de planes presupuestarios para 2025, algunos Gobiernos (por ejemplo, el de Italia entre las grandes economías) reportan una mejora en los saldos presupuestarios esperados para 2024. Por otra, en Francia, la estimación oficial más reciente sitúa el déficit fiscal de 2024 por encima del 6 % del PIB en ausencia de medidas de consolidación adicionales, nivel superior al de estimaciones anteriores.

⁶ Para más información sobre los trabajos preparatorios de las revisiones *benchmark*, véase «[2024 benchmark revision of national accounts and balance of payments: Overview on motivation, main changes and implementation aspects](#)», *comunicado de prensa*, Eurostat, 29 de febrero de 2024. Para un conjunto limitado de países, las posiciones presupuestarias incluidas en las proyecciones de septiembre de 2024 reflejan, al menos en parte, las revisiones *benchmark* de las cuentas nacionales.

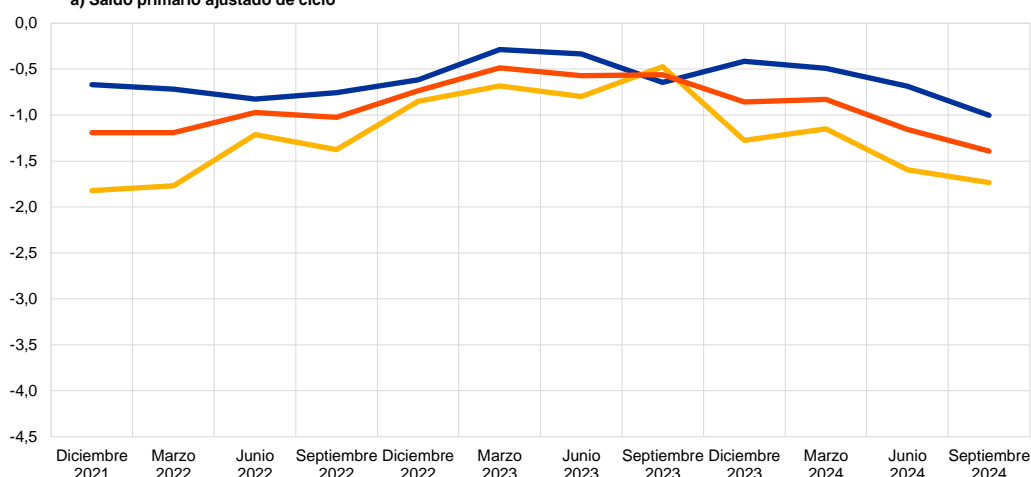
Gráfico B

Indicadores presupuestarios para 2024 en distintas rondas de proyecciones

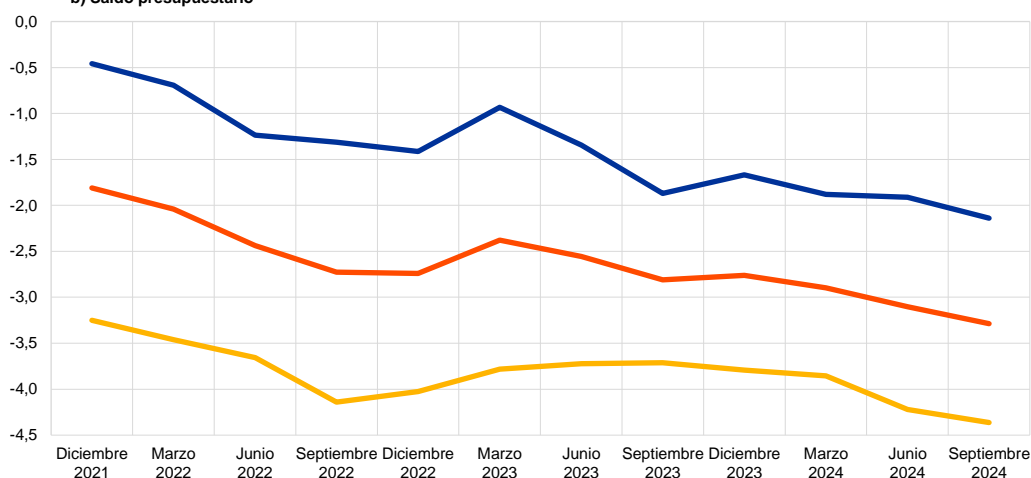
(porcentajes del PIB)

- Países con niveles bajos de deuda
- Países con niveles elevados de deuda
- Zona del euro

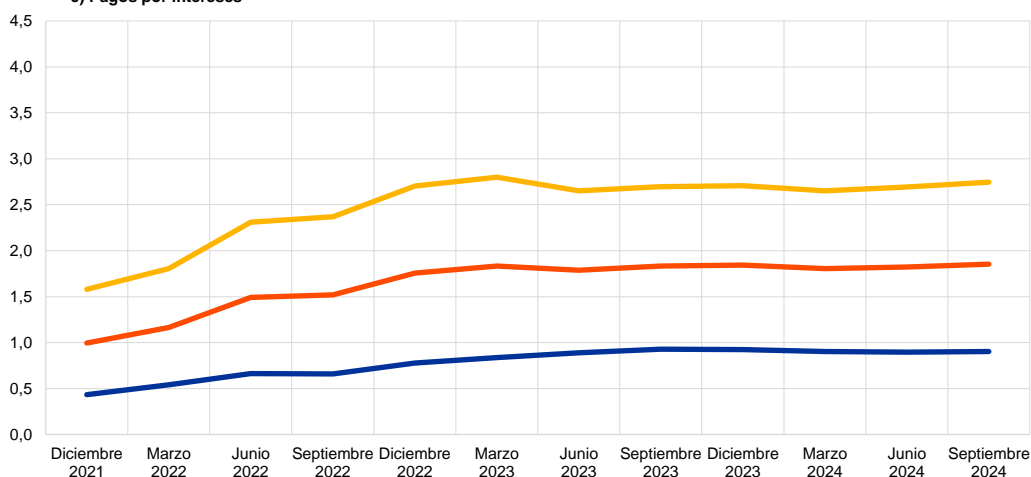
a) Saldo primario ajustado de ciclo



b) Saldo presupuestario



c) Pagos por intereses



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024, y rondas de proyecciones anteriores a partir de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021 (el primer ejercicio que incluía proyecciones para 2024).

Notas: Para más información sobre el método de cálculo de los agregados, véanse las notas del gráfico A. El saldo presupuestario puede descomponerse en el saldo primario ajustado de ciclo, los pagos por intereses (gasto por intereses de la deuda pública) y el componente cíclico (que depende de la brecha de producción y de las elasticidades presupuestarias; este componente del saldo presupuestario no se muestra en el gráfico). El saldo primario ajustado de ciclo también se ve influenciado por los efectos de composición, que se generan si las bases impositivas macroeconómicas cambian en distinta medida que las estimaciones de la brecha de producción.

A partir de 2025, los países deberán cumplir los requisitos fiscales establecidos en el nuevo marco de gobernanza de la UE.

La mayoría de los países de la zona del euro presentaron sus proyectos de planes presupuestarios para 2025 antes del 15 de octubre. Los planes incluyen, entre otras cosas, información sobre cómo tienen previsto los Gobiernos cumplir el nuevo marco fiscal a partir de 2025. Los planes disponibles en la fecha de cierre de este Boletín Económico apuntan a una mejora de las posiciones del saldo primario ajustado de ciclo en aproximadamente la mitad de los países, sobre todo en Alemania, Italia, Malta y Eslovaquia^{7, 8}. En el grupo de países con niveles elevados de deuda, dicho saldo se mantiene prácticamente sin variación con respecto a 2024 en Grecia y Portugal, ya que ambos países prevén registrar superávits en 2025.

Se espera que la Comisión Europea evalúe los planes presupuestarios de los Estados miembros de la UE en su paquete de otoño.

La Comisión Europea suele adoptar dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para el año siguiente a finales de noviembre. También se prevé que valore si recomienda al Consejo Europeo que refrende los planes estructurales de política fiscal a medio plazo que los países deben presentar por primera vez con arreglo al marco presupuestario reformado, que abarcan el período 2025-2028⁹. En estos planes se establecerá una senda de crecimiento del gasto neto que, cuando se aplique, permitirá situar la ratio de deuda de un país en una trayectoria descendente verosímil a medio plazo¹⁰. Esta senda de crecimiento del gasto neto deberá tomar como punto de partida el nivel del gasto agregado correspondiente observado en 2024. Por consiguiente, cualquier diferencia entre las previsiones actuales relativas a las posiciones presupuestarias de este año y los resultados finales será relevante cuando se evalúe el grado de cumplimiento por parte de los países de los planes estructurales de política fiscal a medio plazo.

⁷ Debido a los diferentes métodos de cálculo del ajuste cíclico, las estimaciones de los proyectos de planes presupuestarios no son plenamente comparables con la metodología utilizada por el BCE en sus proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2024.

⁸ En la fecha de cierre de este Boletín Económico (16 de octubre de 2024), los proyectos de planes presupuestarios de Bélgica, España, Francia, Croacia, Lituania y Austria no se habían publicado en la [página web](#) específica de la Comisión.

⁹ El paquete de la Comisión incluirá también recomendaciones con arreglo al artículo 126, apartado 7, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) con el objetivo de corregir los déficits excesivos en siete Estados miembros de la UE (Bélgica, Francia, Italia, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia).

¹⁰ «Gasto neto» se refiere al gasto público, neto de los gastos en concepto de intereses, las medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la Unión compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo, y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal [véase el [artículo 2, apartado 2, del Reglamento \(UE\) 2024/1263](#)].

Artículos

1 La rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento Europeo en la legislatura 2019-2024: compromiso en tiempos de cambio

Ferdinand Dreher, Nils Hernborg, Sarah Mochhoury, Timothy Mulder y Hanni Schölermann

Introducción

La independencia del BCE, en particular en la adopción de sus decisiones de política monetaria, garantiza que pueda perseguir con eficacia su objetivo de estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el contrapeso de esta independencia es la rendición de cuentas, cuyo fin es asegurar que el BCE responde en todo momento ante los ciudadanos y sus representantes, lo que otorga legitimidad democrática a sus actuaciones. Esta institución rinde cuentas, principalmente, informando de forma periódica al Parlamento Europeo, entre otros canales, a través de la publicación del Informe Anual del BCE, las comparecencias periódicas del presidente del BCE ante el Parlamento Europeo y las respuestas a las preguntas escritas de los eurodiputados. El diálogo con el Parlamento Europeo permite que el BCE responda a las preguntas y las dudas de los representantes elegidos democráticamente, explique detalladamente sus actuaciones y políticas, aclare sus objetivos y demuestre cómo está cumpliendo su mandato. De este modo, los ciudadanos de la UE y sus representantes pueden comprender mejor las políticas del BCE y formarse una opinión sobre el desempeño de su mandato, asegurando así la transparencia y manteniendo la confianza del público¹.

El BCE cumple sus obligaciones de rendición de cuentas tanto en el ámbito de las actividades de banca central como en el de la supervisión, lo que garantiza la transparencia y la responsabilidad en su doble función. En el área de las actividades de banca central, el BCE rinde cuentas de sus decisiones de política monetaria y de las funciones relacionadas del Eurosistema. En cuanto a la supervisión, la función del BCE en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) es supervisar directamente a las entidades de crédito significativas en la unión bancaria, y la institución debe responder igualmente ante el Parlamento Europeo, con obligaciones y canales específicos, como se explica en el recuadro 2. Esta doble rendición de cuentas asegura que el BCE desempeñe sus funciones de política monetaria y de supervisión con un alto nivel de responsabilidad y transparencia.

¹ Para un análisis más exhaustivo de la rendición de cuentas del BCE y de su relevancia, véase la sección 2 de N. Fraccharoli, A. Giovannini y J-F. Jamet, «[The evolution of the ECB's accountability practices during the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2018.

Durante la novena legislatura del Parlamento Europeo (2019-2024), el BCE adoptó medidas contundentes para asegurar la estabilidad de precios en la zona del euro. Las consecuencias económicas de la pandemia y la posterior escalada de la inflación, agudizada por la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, plantearon retos tanto para la estabilidad de precios como para la estabilidad financiera. El BCE respondió con determinación a estos desarrollos con el objetivo de asegurar que la inflación volviera a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. En marzo de 2020, el BCE empezó a realizar compras de activos a gran escala en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) para garantizar la transmisión fluida de la política monetaria y apoyar la recuperación de la economía de la zona del euro después de la pandemia. A raíz del fuerte aumento de la inflación tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022, el BCE adoptó medidas sucesivas para incrementar sus tipos de interés oficiales hasta los niveles más altos registrados hasta ahora, con el fin de asegurar el pronto retorno de la inflación de la zona del euro al objetivo del BCE y evitar el afianzamiento de las presiones inflacionistas.

En julio de 2021 el BCE concluyó la revisión de su estrategia de política monetaria e inició los trabajos sobre un euro digital. En su revisión de la estrategia realizada en 2020-2021, el BCE examinó la conducción de su política monetaria en el contexto de un panorama económico cambiante y determinó que la mejor forma de lograr la estabilidad de precios es tratar de alcanzar un objetivo de inflación simétrico del 2 % a medio plazo. Como parte de los resultados de la revisión, el Consejo de Gobierno puso en marcha un plan de actuación climática que incorpora riesgos relacionados con el cambio climático en su marco de política monetaria². También adoptó medidas para modernizar su comunicación de la política monetaria con el fin de que sea más accesible para el público en general. En ese mismo período, el Eurosistema lanzó su proyecto de un euro digital, con el objetivo de garantizar que los ciudadanos sigan teniendo acceso al dinero de banco central en la era digital. Tras la publicación en octubre de 2020 de un análisis inicial sobre la posible emisión de un euro digital, el Consejo de Gobierno puso en marcha oficialmente el proyecto sobre un euro digital en julio de 2021³. Dada la importancia de esta iniciativa para el Eurosistema, para la economía europea y para sus ciudadanos, el BCE ha estado en estrecho contacto con todas las partes interesadas y, desde octubre de 2020, ha participado en intercambios públicos de opiniones sobre el euro digital con el Parlamento Europeo para explicar los trabajos en relación con este proyecto (véase recuadro 1).

Las medidas adoptadas por el BCE en respuesta a los cambios económicos y estructurales que se han producido durante la novena legislatura parlamentaria subrayan la importancia de la rendición de cuentas para legitimar las actuaciones de la institución. La rendición de cuentas por parte de un banco central implica una combinación de transparencia, explicaciones y justificaciones ante los representantes electos, y es esencial para legitimar las

² Véase «El Consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria», *nota de prensa*, BCE, 8 de julio de 2021.

³ Véase «Report on a digital euro», BCE, octubre de 2020.

decisiones adoptadas por un banco central independiente⁴. Como órgano elegido democráticamente en representación de los ciudadanos de la UE, el Parlamento Europeo ocupa un lugar central en los esfuerzos del BCE por explicar sus decisiones y políticas. Esto quedó reafirmado no solo mediante un [intercambio de cartas](#) firmadas oficialmente por las presidentas del BCE y del Parlamento Europeo en junio de 2023, sino también con otras innovaciones introducidas por el Parlamento Europeo en sus interacciones con el BCE durante la legislatura 2019-2024.

Con este trasfondo, en este artículo se analizan las interacciones del BCE en materia de rendición de cuentas durante la novena legislatura del Parlamento Europeo. En primer lugar, se repasan los elementos más importantes del marco de rendición de cuentas del BCE y se describen las innovaciones en sus prácticas de rendición de cuentas, así como las nuevas áreas de interacción con el Parlamento Europeo introducidas durante dicha legislatura. En segundo lugar, se analizan el contenido y la forma de estas interacciones para rendir cuentas en la novena legislatura y se comparan con legislaturas anteriores. Asimismo, se presenta un resumen de los temas de las preguntas formuladas por los eurodiputados en las comparecencias trimestrales de representantes del BCE y se describe su relación con la evolución del entorno económico y las decisiones de política monetaria de la institución. El artículo se centra principalmente en la rendición de cuentas del BCE en el ámbito de banca central, y en el recuadro 2 se ofrece un análisis comparativo de las interacciones de la Supervisión Bancaria del BCE en el ejercicio de la rendición de cuentas.

Conclusiones

La intensificación de las interacciones entre el BCE y el Parlamento Europeo durante la novena legislatura subraya el compromiso del BCE de rendir cuentas de sus políticas. Estas interacciones trascendieron el mero cumplimiento de los requisitos de procedimiento entre el BCE y el Parlamento Europeo, lo que aumentó la calidad y la profundidad de las relaciones entre las dos instituciones. La firma del intercambio de cartas entre las presidentas del BCE y del Parlamento Europeo en junio de 2023 fue un hito en la sistematización de los mecanismos de rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento Europeo y constituye una prueba de su compromiso mutuo de asegurar una rendición de cuentas sólida por parte del BCE. Además, al abordar cuestiones específicas en formatos flexibles y en comparecencias específicas a lo largo de toda la legislatura, el BCE se mantuvo receptivo ante los retos cambiantes y a las exigencias de control. Una innovación importante a este respecto durante la novena legislatura fue la puesta en marcha de intercambios públicos periódicos de opiniones sobre el euro digital, pero también aumentaron otros intercambios de puntos de vista *ad hoc*. Del mismo modo, el BCE y el Parlamento Europeo trataron de que las comparecencias ordinarias de la presidenta del BCE fueran más interactivas. En conjunto, estas innovaciones

⁴ Véase A. S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

también incrementaron la transparencia de las actuaciones del BCE y le permitieron llegar mejor a los ciudadanos y a sus representantes.

El mantenimiento de un diálogo activo y flexible para rendir cuentas ante el Parlamento Europeo seguirá siendo crucial mientras el BCE haga frente a las incertidumbres económicas y las transformaciones estructurales de la zona del euro y de la economía mundial. Los mecanismos de rendición de cuentas acordados en el intercambio de cartas, así como el precedente de intensas interacciones e innovaciones en las relaciones con el Parlamento durante la novena legislatura, también proporcionan una base firme para un diálogo sólido en la rendición de cuentas a medida que el BCE responda y se adapte a los retos futuros, ya sean de carácter cíclico o más estructural. El BCE, junto con el Parlamento Europeo, velará por que sus prácticas de rendición de cuentas continúen cumpliendo las exigencias de control, garantizando la legitimidad democrática de todas sus actuaciones.

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

La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación: política monetaria, condiciones económicas y de financiación y expectativas de inflación

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga, Nicola Benatti e Ioannis Gkrintzalis

Introducción

La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) ofrece una visión global de las condiciones económicas y de financiación de las empresas en la zona del euro¹. La SAFE, que se puso en marcha en 2009, es una encuesta realizada conjuntamente por el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea a escala de la zona del euro. Aporta información crucial sobre las condiciones de financiación de las empresas, su comportamiento económico y, más recientemente, sus expectativas sobre los precios de venta, los salarios, el número de empleados y la inflación general medida por los precios de consumo en la zona del euro. La encuesta proporciona al BCE datos con un valioso contenido informativo que se utilizan directamente en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

La encuesta ofrece información amplia y útil de las empresas de la zona del euro, poniendo el foco especialmente en las pequeñas y medianas empresas (pymes). A pesar del importante papel que desempeñan las pymes como impulsoras del crecimiento económico y del empleo, los datos sobre sus decisiones de financiación han sido, por lo general, bastante escasos. Dado que las pymes dependen principalmente de la financiación bancaria, esta encuesta proporciona información relevante sobre la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario.

Los análisis basados en datos de la SAFE han demostrado sistemáticamente que la política monetaria afecta a la percepción de las empresas sobre las condiciones de financiación vigentes, así como a sus expectativas de disponibilidad futura de financiación externa. Estas percepciones y expectativas son fundamentales, dado que influyen en el comportamiento económico real de las empresas, reflejado en sus decisiones de inversión y de empleo, así como en el crecimiento total del PIB de la zona del euro.

Las nuevas preguntas cuantitativas sobre las expectativas de precios y costes de las empresas proporcionan ahora información adicional, lo que refuerza la importancia de la encuesta para la elaboración de las políticas. Así pues, esta encuesta enriquece las encuestas existentes del BCE sobre las expectativas de inflación de los hogares, de los economistas y de los participantes en los mercados

¹ Este artículo incluye los resultados desde la tercera edición de la encuesta, realizada entre abril y septiembre de 2010, hasta la 31.ª edición, entre abril y junio de 2024.

con sus datos sobre las expectativas de inflación medida por los precios de consumo de las empresas, así como con sus preguntas sobre los precios de venta y los salarios esperados por las empresas².

En 2024, la frecuencia de la encuesta se incrementó y pasó de ser semestral a trimestral en respuesta a la necesidad de disponer de datos más actualizados.

Esto ha permitido disponer de datos más recientes, lo que reviste especial importancia en períodos de turbulencias económicas y rápidos cambios en las políticas, así como incluir preguntas *ad hoc* sobre temas de gran relevancia, como el impacto del cambio climático o los factores que influyen en la variación de las horas medias trabajadas³.

Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se ilustra cómo la política monetaria afecta al acceso de las empresas a la financiación y, a continuación, se presenta un recuadro en el que se examinan las correlaciones entre los indicadores basados en la SAFE y algunos índices de los mercados financieros. La sección 3 se centra en el impacto de las crisis económicas en el comportamiento de las empresas, y en la sección 4 se analiza la evolución futura del PIB. Por último, en la sección 5 se presentan los nuevos módulos sobre las expectativas de las empresas acerca de los precios de venta, los salarios y la inflación.

Conclusiones

En los quince últimos años, la SAFE ha sido una importante fuente de datos para evaluar el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro.

La encuesta ha desempeñado un papel relevante a la hora de entender la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de las sociedades. También ha arrojado luz sobre cómo los cambios en esas condiciones afectan al comportamiento económico de las empresas y a sus ciclos económicos.

Con el aumento reciente de la frecuencia de la encuesta y la introducción de preguntas sobre las expectativas de las empresas relativas a la inflación en la zona del euro, esta encuesta resulta aún más valiosa para la evaluación de la transmisión de la política monetaria realizada por el BCE.

La encuesta, además de incorporar preguntas sobre las expectativas de precios de venta y de costes de producción, ha subsanado un problema de frecuencia de disponibilidad de estos datos de las empresas de la zona del euro.

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

² El BCE recopila información sobre las expectativas de inflación de los hogares a través de la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#), de economistas profesionales a través de la [encuesta a expertos en previsión económica](#), y de los participantes en los mercados a través de la [encuesta a analistas de política monetaria \(Survey of Monetary Analysts\)](#).

³ Véanse el recuadro titulado «[El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 6, 2023, y el [informe de la SAFE](#) correspondiente al segundo trimestre de 2024.

© Banco Central Europeo, 2024

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 16 de octubre de 2024.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-24-007-ES-N (edición electrónica)