



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 7/2023



# Índice

<b>Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	13
3 Precios y costes	20
4 Evolución de los mercados financieros	27
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	31
<b>Recuadros</b>	<b>41</b>
1 La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes	41
2 La inversión de la curva de rendimientos y su contenido informativo en la zona del euro y en Estados Unidos	51
3 Efectos de contagio de la reciente inflación negativa de China a la zona del euro	57
4 Estructura sectorial y efectos reales de la política monetaria	63
5 Factores determinantes de la evolución reciente de las expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores	67
6 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	72
7 La inflación de los alquileres en la zona del euro	79
<b>Artículo</b>	<b>88</b>
1 Vigésimo aniversario de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro	88

# Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

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

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

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

## Actividad económica

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

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

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

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

## Inflación

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

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

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

## Evaluación de riesgos

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

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

## Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

## Decisiones de política monetaria

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

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) está descendiendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo el principal de los valores que van venciendo.

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

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

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

## Conclusión

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

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

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

## 1 Entorno exterior

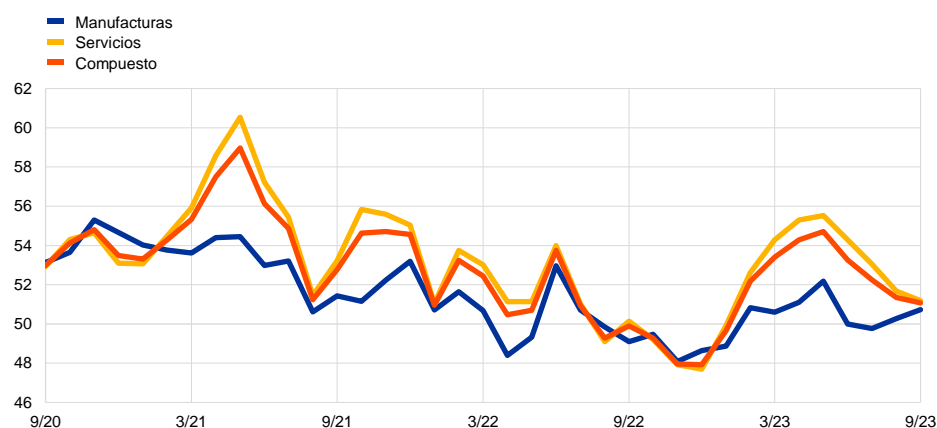
*El crecimiento económico mundial se está moderando en la segunda mitad del año. La desaceleración de la actividad económica es especialmente pronunciada en los servicios, mientras que la actividad de las manufacturas continúa falta de dinamismo. Aunque el comercio global sigue recuperándose, los datos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

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

### Gráfico 1

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

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

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



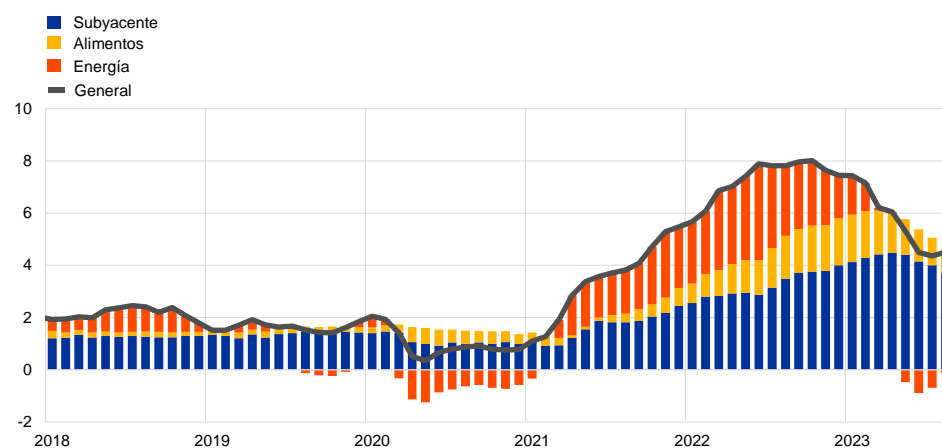
obstante, los datos del PMI de nuevos pedidos exteriores y de producción industrial apuntan a la persistencia de la debilidad de la demanda de bienes. La atonía del crecimiento de las importaciones mundiales refleja, en parte, el hecho de que la composición de la demanda global ha pasado a ser menos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

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

## Gráfico 2

### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

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

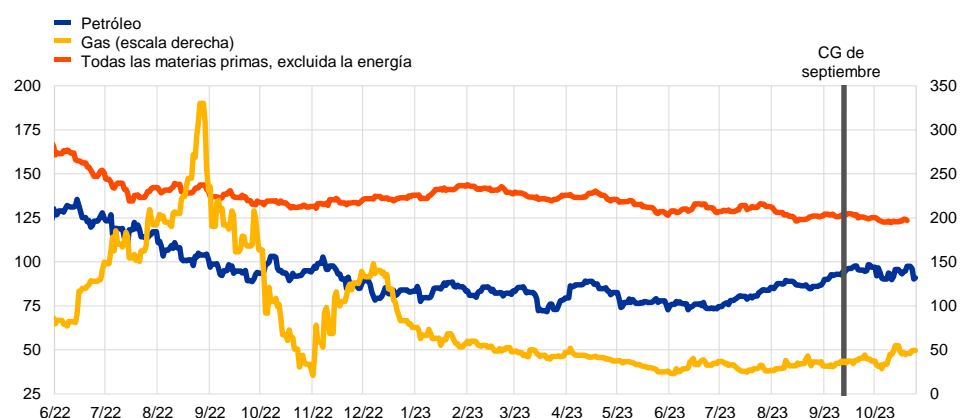
**Los precios de las materias primas no energéticas experimentaron un ligero descenso.** Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, los precios de los metales se han reducido un 3,6 % en un contexto de posible empeoramiento de

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

### Gráfico 3

#### Evolución de los precios de las materias primas

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



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2 Actividad económica

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

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

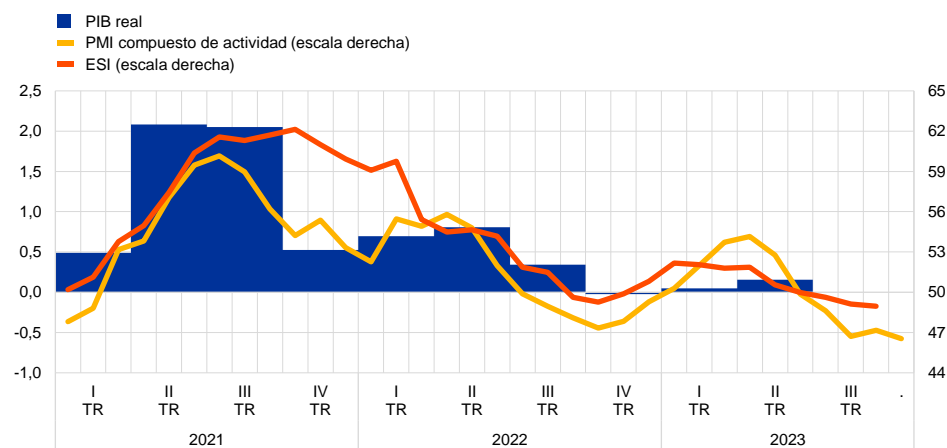
<sup>1</sup> Según la estimación preliminar de avance publicada por Eurostat el 31 de octubre, el PIB real de la zona del euro disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2023. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de octubre.

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

## Gráfico 4

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

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



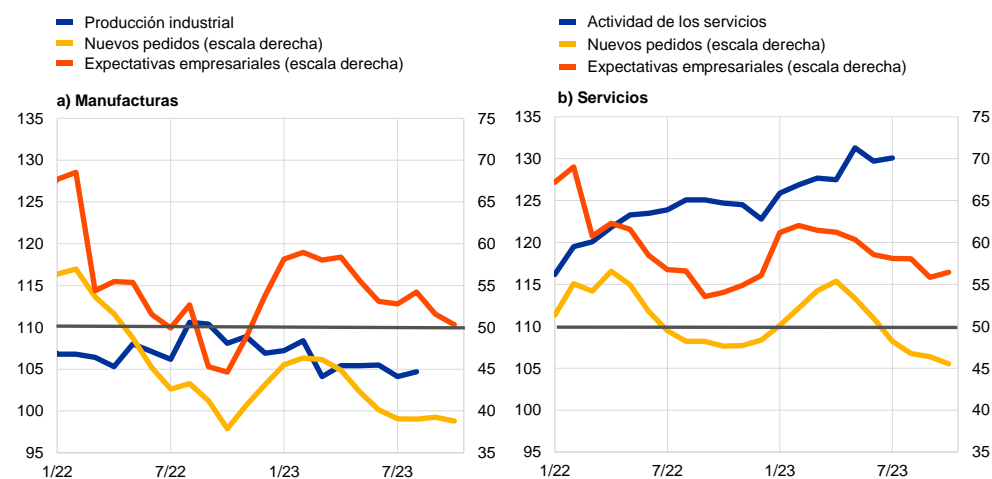
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

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

## Gráfico 5

### Indicadores de producción y PMI de distintos sectores de la economía

(índice: 2015 = 100, índice de difusión)



Fuentes: Eurostat y S&P Global Market Intelligence.

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

### Se espera que el producto de la zona del euro continúe siendo débil en el último trimestre del año.

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

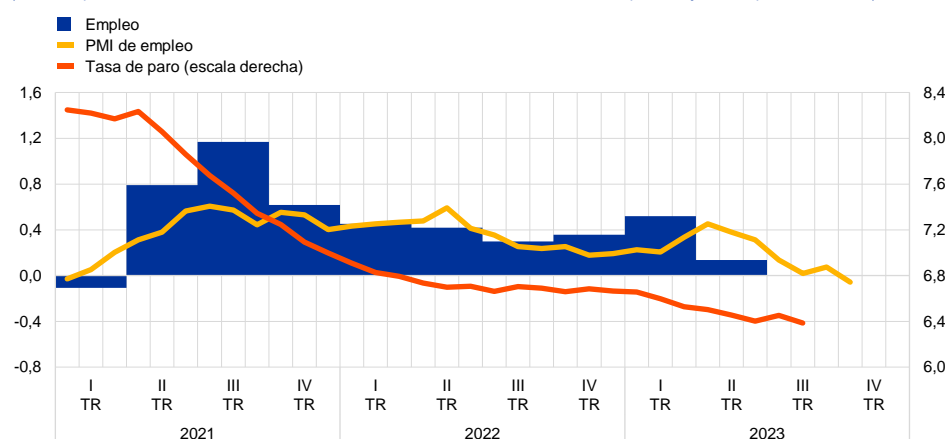
monetaria. Los nuevos pedidos y las expectativas empresariales disminuyeron también en octubre en las manufacturas. En los servicios, el panorama es bastante similar, dado que la mayoría de los PMI apuntan a una nueva desaceleración en el cuarto trimestre.

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

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

**Gráfico 6**  
Empleo, PMI de empleo y tasa de paro en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.  
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para el empleo, a octubre de 2023 para el PMI de empleo y a agosto de 2023 para la tasa de paro.

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



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

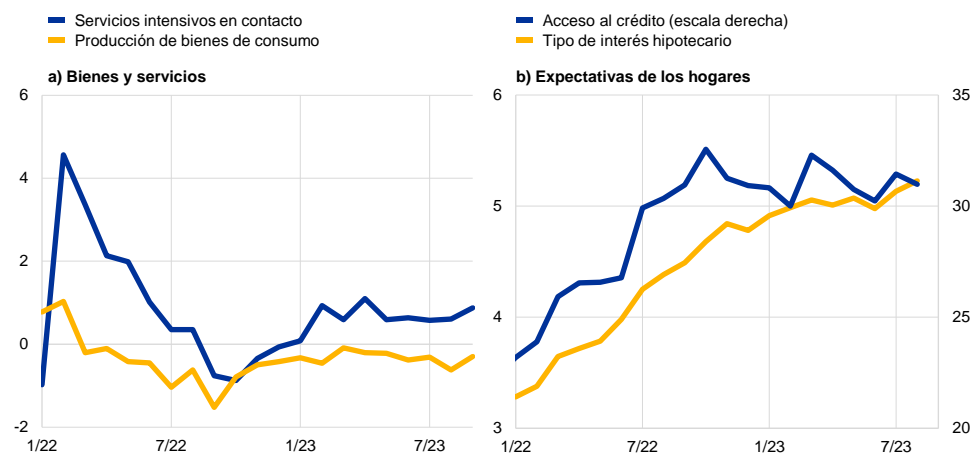
**El consumo privado habría continuado falto de dinamismo en el tercer trimestre, como consecuencia de una nueva contracción del gasto en bienes.**

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

## Gráfico 7

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

(saldos netos, porcentajes)



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

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

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

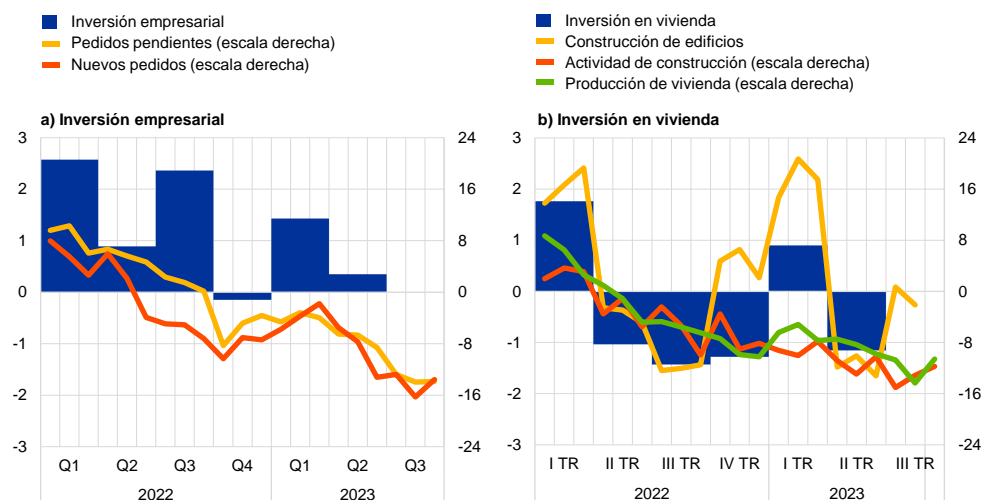
intertrimestrales, la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, fue del 0,7 % en el segundo trimestre de 2023, pero se habría situado en el 0,4 % si se hubiesen excluido los volátiles datos de la inversión en activos intangibles en Irlanda. Los datos coyunturales y de encuestas disponibles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

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

## Gráfico 8

### Inversión empresarial y en vivienda e indicadores coyunturales

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



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

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

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

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

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

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

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

### 3 Precios y costes

*De acuerdo con los últimos datos publicados de Eurostat, la inflación disminuyó de forma generalizada desde el 5,2 % observado en agosto hasta el 4,3 % en septiembre de 2023<sup>3</sup>. Es probable que la inflación siga descendiendo a corto plazo, a medida que los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en el otoño de 2022 desaparezcan de las tasas interanuales. Al mismo tiempo, las nuevas tensiones geopolíticas han generado mayor incertidumbre en torno a la evolución de los precios energéticos. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, cayó desde el 5,3 % en agosto hasta el 4,5 % en septiembre, respaldada por la mejora de las condiciones de oferta, por la transmisión de anteriores descensos de los precios de la energía y por el impacto del endurecimiento de la política monetaria en la demanda y en el poder de fijación de precios de las empresas. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, pero las presiones inflacionistas internas son todavía intensas, debido también a la creciente importancia de la subida de los salarios. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, aunque algunos permanecen en niveles elevados y requieren un seguimiento atento.*

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

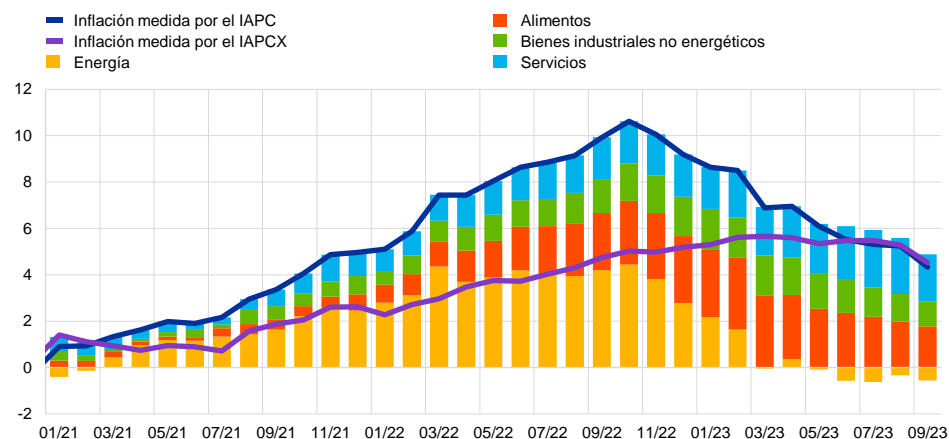
---

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

## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

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

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

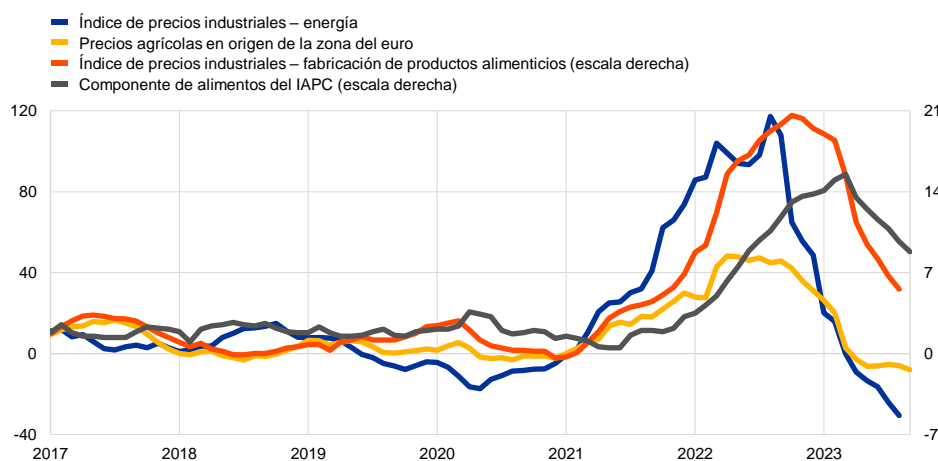
**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió desde el 5,3 % en agosto hasta el 4,5 % en septiembre.** Por lo que

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

### Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

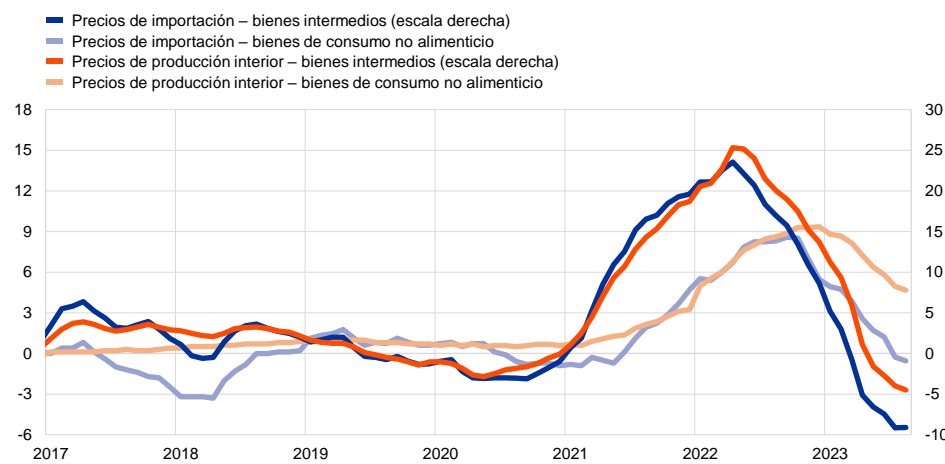
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023 para el índice de precios industriales y a septiembre de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y para el componente de alimentos del IAPC.

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

## Gráfico 11

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

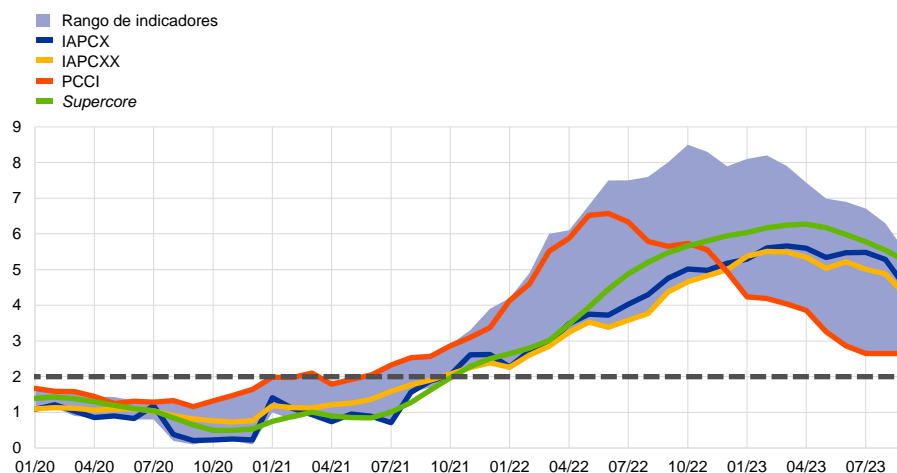
**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro continuaron descendiendo, lo que refleja el impacto cada vez menor de perturbaciones anteriores, así como el endurecimiento de la política monetaria (gráfico 12).** Parece que varios indicadores han alcanzado ya su nivel máximo.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



## Gráfico 12

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

---

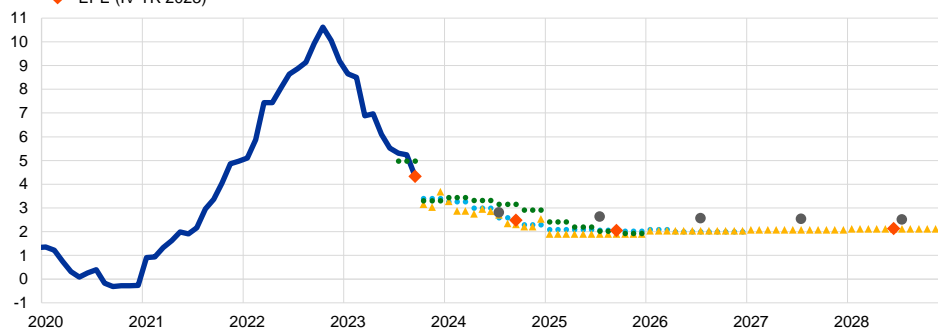
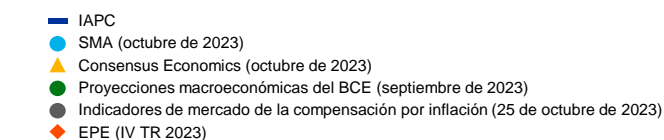
<sup>4</sup> Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – agosto de 2023](#)», *nota de prensa*, BCE, 11 de octubre de 2023.

### Gráfico 13

#### Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

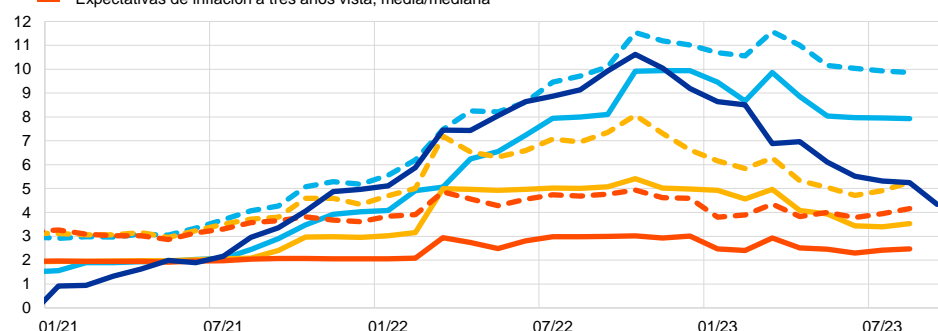
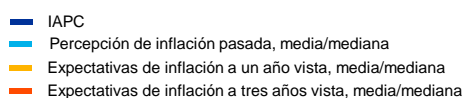
##### a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



##### 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 2023](#) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 25 de octubre de 2023. La EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2023 se realizó entre el 29 de septiembre y el 5 de octubre de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2023. En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 22 de agosto de 2023. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023 para el IAPC y a agosto de 2023 para la CES.

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

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

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

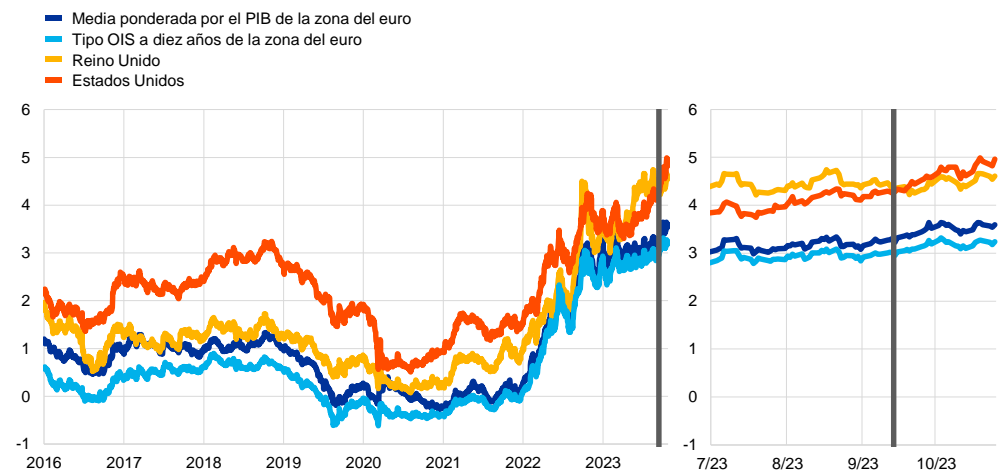
**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo en un contexto de estabilidad general de los diferenciales soberanos (gráfico 14).**

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

**Gráfico 14**

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

**Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron ligeramente durante el período de referencia, y las subidas más acusadas se observaron en el segmento de alta rentabilidad.**

El incremento de los diferenciales fue modesto en el caso de las empresas de grado de inversión, pero mucho más pronunciado (más de 60 puntos básicos) en la categoría de grado especulativo, como consecuencia

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

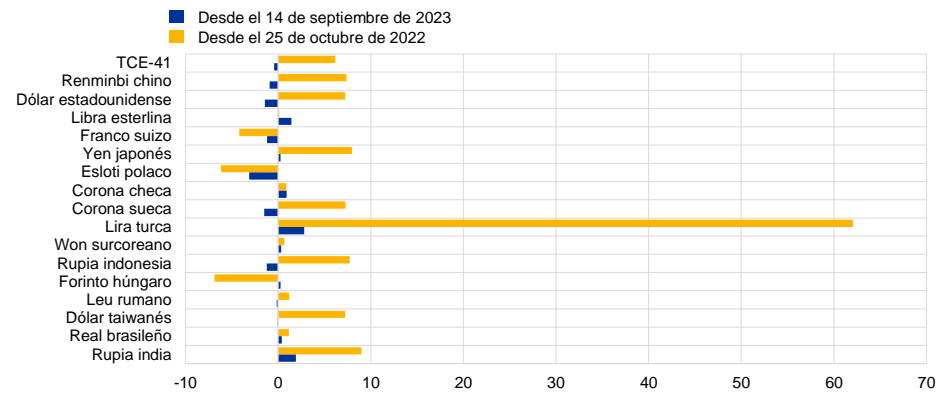
**Los precios de las acciones de la zona del euro se redujeron durante el período de referencia, lastrados por las subidas de los tipos de descuento a más largo plazo y la reciente intensificación de los riesgos geopolíticos.** Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos retrocedieron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

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 15).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció un 0,4 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se debilitó frente al dólar estadounidense (1,4 %), así como frente al renminbi chino (0,9 %) y al franco suizo (1,2 %), y también perdió valor frente a las monedas de algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (3,1 % frente al esloti polaco y 1,5 % frente a la corona sueca). La moneda única se apreció frente a la libra esterlina (1,4 %), el yen japonés (0,3 %), la lira turca (2,8 %) y la rupia india (1,9 %).

### Gráfico 15

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

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



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

---

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

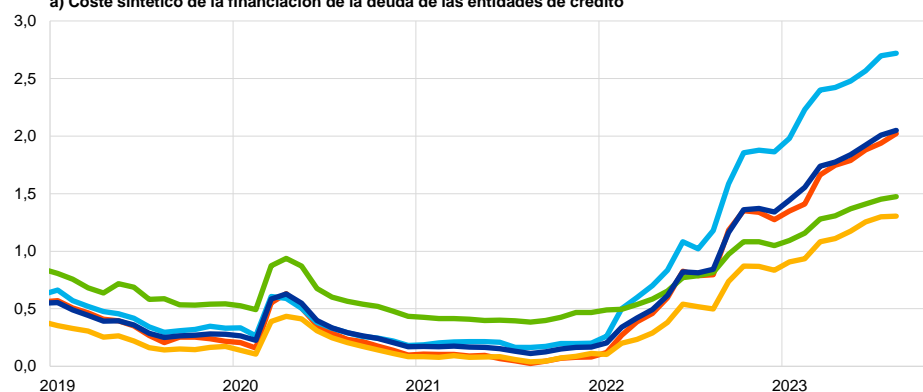
## Gráfico 16

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

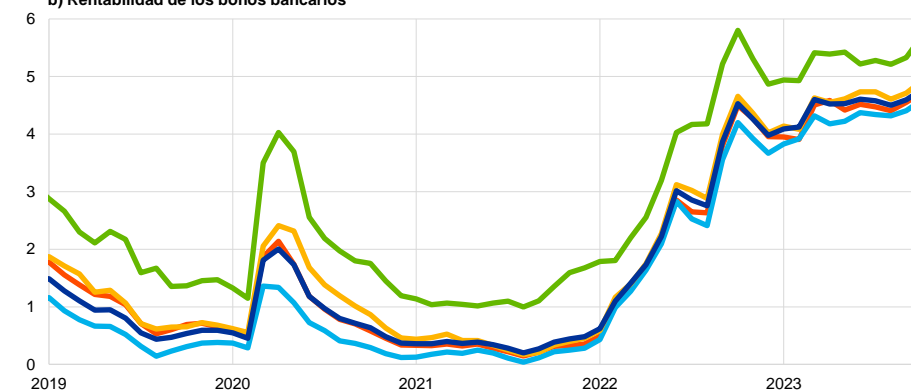
(porcentajes)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones se refieren a agosto de 2023 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 25 de octubre de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

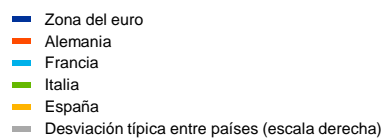
**En agosto, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares volvieron a aumentar, reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE y del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito.** Los tipos de interés oficiales del BCE han subido sustancialmente y con rapidez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

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

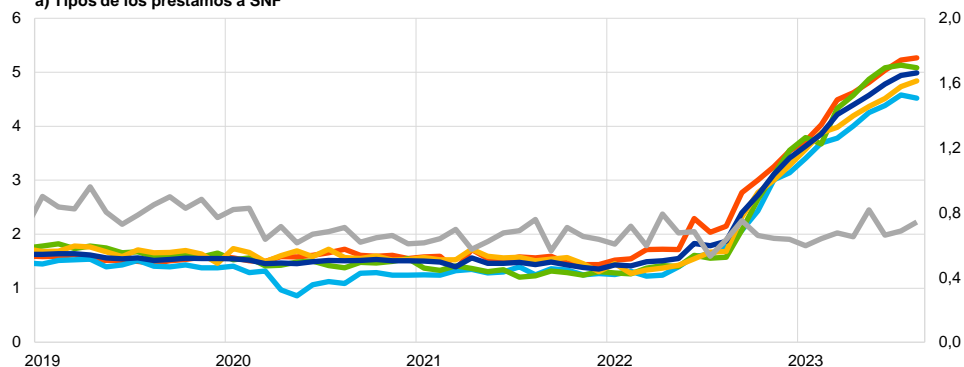
## Gráfico 17

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

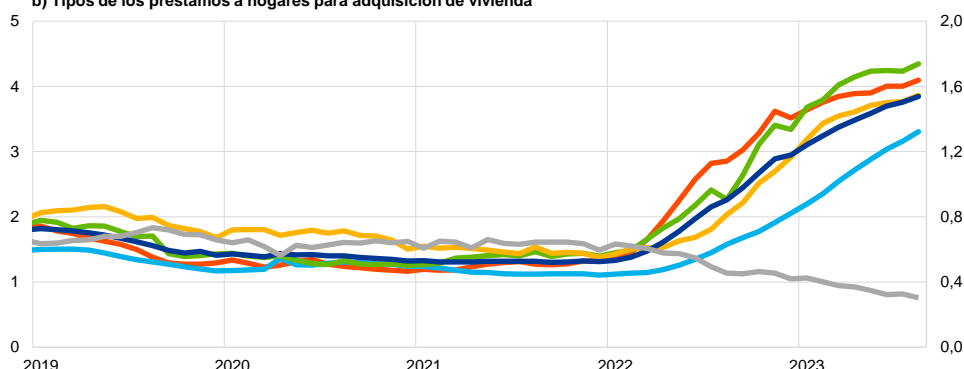
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuente: BCE.

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

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

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

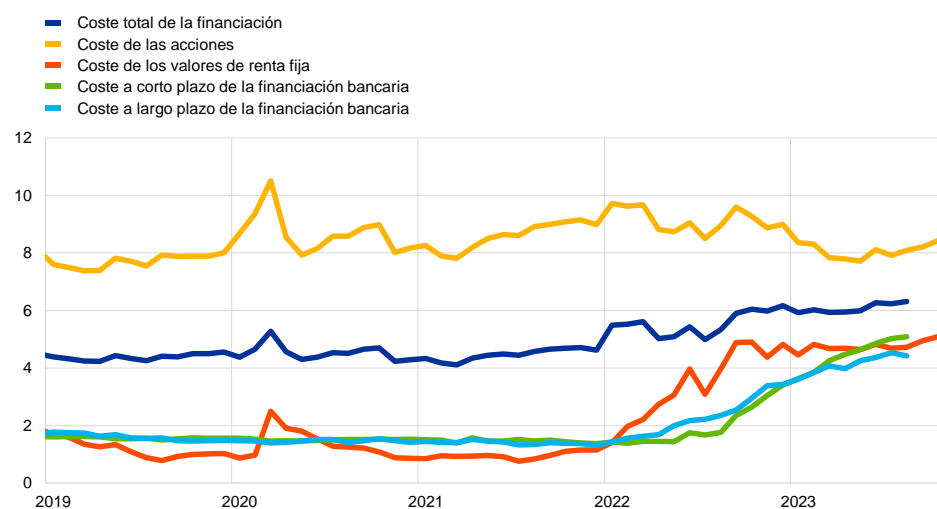
<sup>7</sup> Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta agosto de 2023.

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

### Gráfico 18

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

(porcentajes)



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

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

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

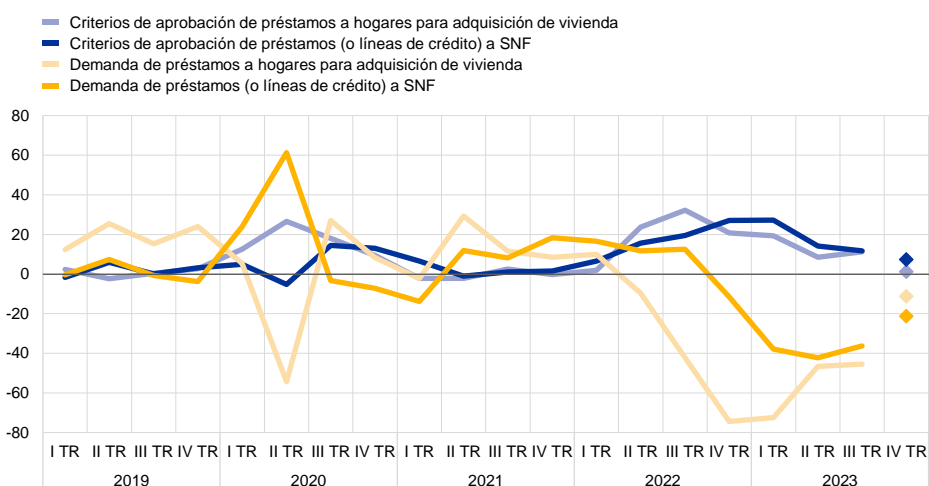
El endurecimiento acumulado desde principios de 2022 ha sido sustancial y está en línea con el acusado debilitamiento de la dinámica crediticia que se observa actualmente. Los riesgos relacionados con la situación de sociedades concretas y con las perspectivas económicas continuaron siendo los principales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

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

### Gráfico 19

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

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



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

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023.

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

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

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

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

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

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

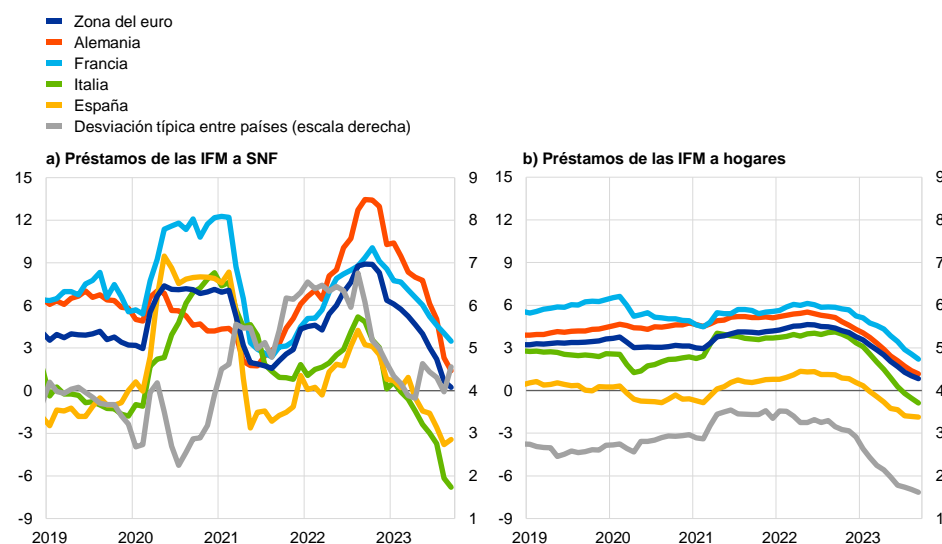
**El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en agosto y en septiembre, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó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

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

### Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

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

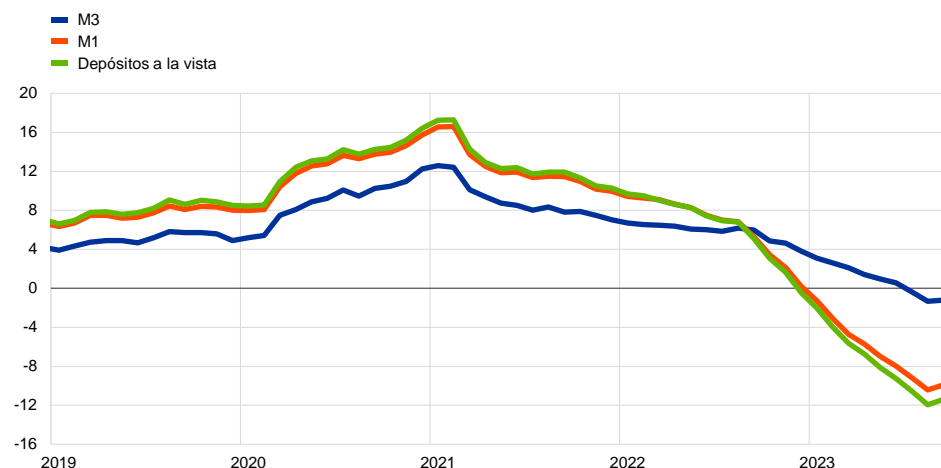
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista alcanzó nuevos mínimos históricos y se situó en el  $-11,4\%$  en septiembre y en el  $-12\%$  en agosto, frente al  $-10,5\%$  observado en julio (gráfico 21). La subida de los tipos de interés se ha traducido en una ampliación del diferencial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



## Gráfico 21

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

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

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

# Recuadros

## 1 La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes

Maria Grazia Attinasi, Demosthenes Ioannou, Laura Lebastard y Richard Morris

**Aunque los riesgos geopolíticos y sus efectos en la producción y el comercio mundiales son temas muy debatidos, la evidencia empírica de un aumento de la fragmentación de las cadenas globales de valor es escasa.** La perturbación ocasionada por la pandemia de coronavirus (COVID-19), la guerra de Rusia contra Ucrania y la agudización generalizada de las tensiones geopolíticas plantean interrogantes sobre si se está produciendo una tendencia hacia la desglobalización. La mayor parte de los análisis realizados hasta ahora no encuentran evidencia de cambios significativos en los patrones agregados del comercio europeo. Con todo, es posible que lleve un tiempo entender cómo están ajustando las empresas sus relaciones comerciales y la gestión de las cadenas de suministro, dados los retos y los costes asociados a la modificación de los modelos de negocio, las cadenas de suministro y los contratos<sup>1</sup>. Por consiguiente, la evidencia obtenida de encuestas es útil para identificar nuevas tendencias. A tal fin, recientemente, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), la Banca d'Italia, el Deutsche Bundesbank y otras instituciones han realizado encuestas a empresas para conocer su opinión sobre los riesgos en las cadenas de suministro<sup>2</sup>.

**En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta reciente del BCE a empresas líderes que operan en la zona del euro, en la que se les preguntaba por sus decisiones de localización de la producción y de abastecimiento de insumos, en particular para responder a los riesgos en las cadenas de suministro<sup>3</sup>.** El grueso de las empresas encuestadas son multinacionales con una presencia significativa en la UE, aunque la mayoría también lleva a cabo una parte importante de su actividad en países no pertenecientes a la UE. En el cuadro A que figura al final del recuadro se sintetiza la muestra en términos de actividad fuera de la UE. El cuestionario tenía tres partes e incluía

<sup>1</sup> Véanse las entradas de blog de M. Di Sano, V. Gunnella y L. Lebastard, «[Deglobalisation: risk or reality?](#)», BCE, 12 de julio de 2023, y S. H. Koh, C. MacLeod y E. Rusticelli, «[Shifting sands: trade partner patterns since 2018](#)», OCDE, 12 de julio de 2023.

<sup>2</sup> La encuesta del BERD se centra en quince de sus países miembros; véase «[Global supply chains in turbulence](#)», *Transition report 2022-23*, BERD, 2022. En la encuesta de la Banca d'Italia participaron empresas italianas (véase M. Bottone, M. Mancini y T. Padellini, «[Navigating Fragmentation Risks: China Exposure and Supply Chains Reorganization among Italian Firms](#)», Banca d'Italia, 2023) y en la del Deutsche Bundesbank, empresas alemanas (la recopilación de datos se ha completado y los resultados del análisis se publicarán próximamente).

<sup>3</sup> La encuesta se remitió a empresas con las que el BCE mantiene contacto regular como parte de su recopilación de información sobre las tendencias de negocio actuales. Se recibieron un total de 65 respuestas durante julio y agosto de 2023. La muestra es relativamente reducida en términos del número total de empresas, pero el valor añadido agregado que generan a escala global equivale a alrededor del 5 % del PIB de la zona del euro.

preguntas relativas a: i) las tendencias en la localización de la producción/las operaciones y sus principales factores determinantes; ii) las tendencias en el abastecimiento de insumos, dependencia y riesgos en las cadenas de suministro, y iii) las implicaciones de estas tendencias para la actividad, el personal y los precios.

**Las grandes empresas encuestadas esperan incrementar la (re)localización de sus operaciones en los próximos cinco años, con el fin de aumentar la resiliencia de su negocio (gráfico A).**

Las empresas debían indicar cómo había cambiado la localización de su producción/sus operaciones en los últimos cinco años y cómo preveían que evolucionara en los próximos cinco años. Las respuestas sugieren que es mayor el porcentaje de empresas que espera (re)localizar más producción tanto en la UE como fuera de la UE en los próximos cinco años que en los últimos cinco años<sup>4</sup>. Con todo, la proporción de empresas con expectativas de trasladar producción fuera de la UE sigue siendo más elevada que las que tienen previsto ubicarla en la UE. También fue más alto el porcentaje de empresas que señaló que esperaba que se produzca una tendencia a: i) relocalizar más producción en lugares geográficamente más cercanos al centro de producción final o al país de destino de las ventas (*near-shoring*), ii) diversificar más las operaciones en distintos países o iii) (re)localizar más producción en países políticamente más próximos al país principal de destino de las ventas (*friend-shoring*) en los próximos cinco años que en los cinco años precedentes<sup>5</sup>. El *near-shoring* de la producción (o la producción «local para los locales») ya era una tendencia relativamente común que ahora se espera que se intensifique<sup>6</sup>. En cambio, el *friend-shoring* de la producción no ha sido tan evidente en el pasado, pero se prevé que se extienda mucho más (el 42 % de las empresas tiene intención de seguir esta estrategia, frente al 11 % en los cinco años anteriores). Si los resultados se examinan de forma detallada, son sobre todo las empresas que ya estaban acercando la producción o esperaban acercarla las que actualmente también prevén diversificar y adoptar estrategias de *friend-shoring* de parte de sus operaciones. Además, estas estrategias se han asociado prácticamente por igual a empresas que afirman tener previsto trasladar más producción a la UE que a las que prevén pasar más producción fuera de la UE.

<sup>4</sup> En relación con el Brexit, se pidió a los encuestados que ignoraran los cambios debidos exclusivamente a la reclasificación del Reino Unido de país miembro de la UE a país no perteneciente a la UE si no se había producido un cambio físico de ubicación de la producción o de sus fuentes de abastecimiento de insumos.

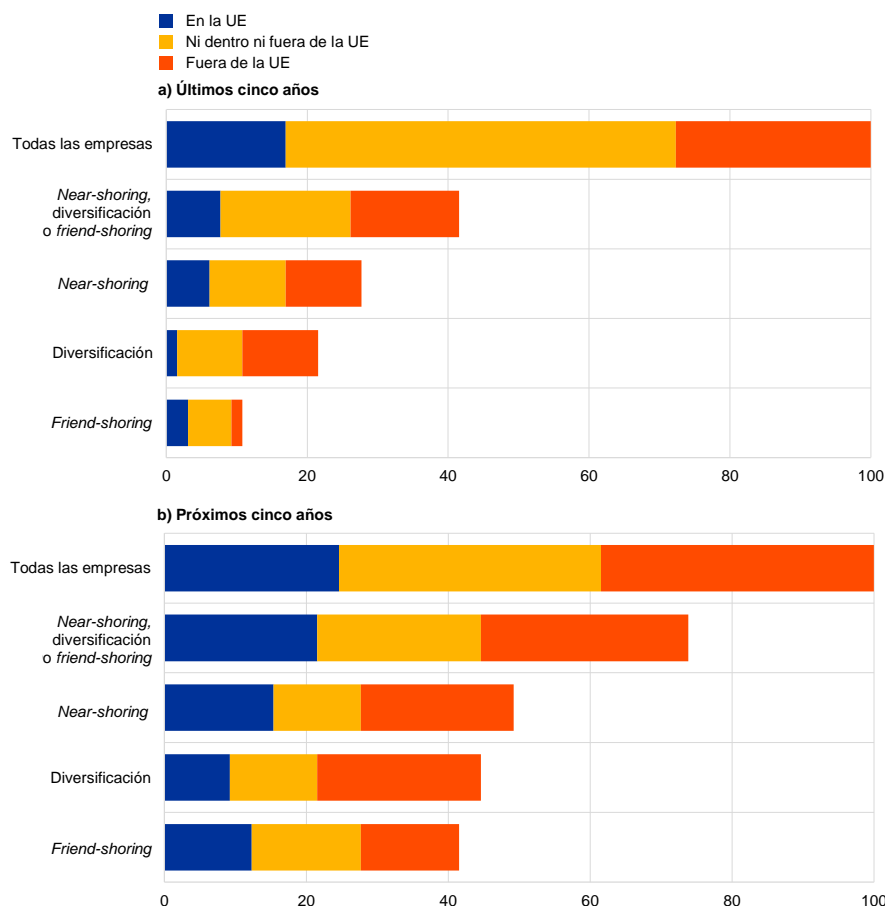
<sup>5</sup> El 42 % de las empresas encuestadas manifestó que ya había aplicado estrategias de *near-shoring*, diversificación o *friend-shoring* en los últimos cinco años, mientras que el 74 % esperaba hacerlo en los próximos cinco años.

<sup>6</sup> El 28 % de los encuestados señaló que ya había adoptado una estrategia de *near-shoring* de la producción en los últimos cinco años, mientras que el 49 % esperaba hacerlo en los próximos cinco años. Resulta sorprendente que la primera cifra coincida con el porcentaje de empresas que, en una encuesta similar del BCE llevada a cabo en 2016, contestó que, en los cinco años anteriores, había empezado a ser más habitual que las empresas de su sector produjeran/operaran en los mercados locales de venta de sus bienes y servicios. Véase el recuadro titulado «[Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

## Gráfico A

### Tendencias pasadas y futuras en la localización de la producción/las operaciones

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Respuestas a la pregunta: «¿Cómo ha cambiado la localización de la producción/las operaciones de su empresa en los últimos cinco años y cómo prevé que evolucione en los próximos cinco años?». Los encuestados podían seleccionar una o varias de las respuestas siguientes: Tendencia a: i) trasladar más producción/operaciones a la UE, ii) trasladar más producción/operaciones fuera de la UE, iii) (re)localizar más producción/operaciones a lugares geográficamente más cercanos al centro de producción final o al país de destino de las ventas (*near-shoring*), iv) diversificar más la producción/las operaciones en distintos países y v) (re)localizar más producción/operaciones en países políticamente más próximos al país principal de destino de las ventas (*friend-shoring*). La categoría «Ni dentro ni fuera de la UE» refleja las respuestas de las empresas que no indicaron una tendencia a trasladar la producción a la UE o fuera de ella.

**El riesgo geopolítico es el determinante de las decisiones de (re)localizar la producción en la UE mencionado con más frecuencia, mientras que los factores de demanda y de costes son el motivo que lleva a cambiar la ubicación fuera de la UE (gráfico B).** De una lista de factores, las empresas

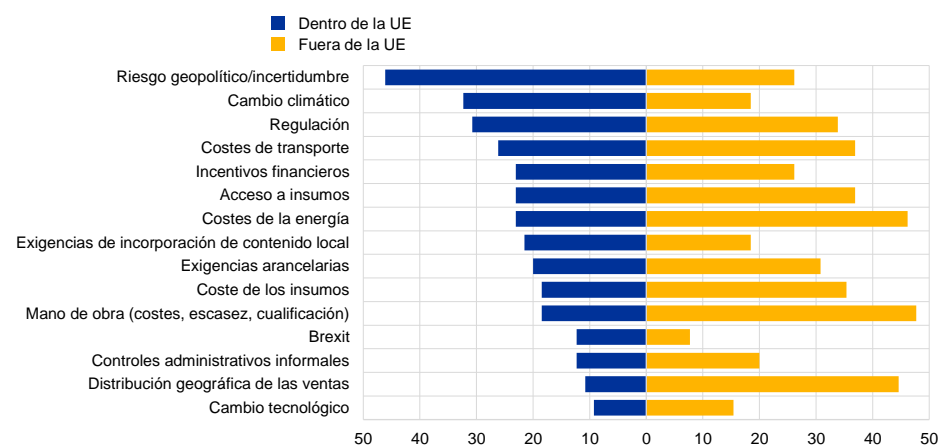
debían indicar los que consideraban importantes en relación con los traslados recientes o previstos en el futuro de la ubicación de la producción/operaciones dentro o fuera de la UE. Casi la mitad señaló el riesgo geopolítico/la incertidumbre como un factor importante de los traslados recientes o previstos en el futuro a la UE. Esto pone de manifiesto un cambio en las prioridades de las empresas, que han pasado de centrarse meramente en reducir costes o mejorar la eficiencia a tener en cuenta también la resiliencia en sus decisiones. El segundo factor más importante para trasladarse a la UE era el cambio climático (la transición a una economía de cero emisiones netas). Es asimismo probable que la regulación, los incentivos financieros y las exigencias de incorporación de contenido local sean, en general,

factores que influyan en las decisiones de ubicarse dentro o fuera de la UE. Al mismo tiempo, la mano de obra (costes/escasez/cualificación), los costes de la energía y los cambios en la distribución geográfica de las ventas eran los principales factores para trasladar la producción fuera de la UE.

### Gráfico B

#### Importancia de los factores para trasladar la producción/operaciones dentro o fuera de la UE

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Respuestas a la pregunta: «De los siguientes factores, ¿cuáles considera que son particularmente importantes en relación con los traslados recientes o previstos en el futuro de la ubicación de la producción/operaciones dentro o fuera de la UE?». Los encuestados podían seleccionar cualquiera de las respuestas mencionadas en el gráfico aplicables a su empresa. Las respuestas se clasifican en función de la puntuación neta («dentro de la UE» menos «fuera de la UE»).

#### En cuanto al abastecimiento de insumos, las empresas esperan seguir cada vez más estrategias de *near-shoring*, diversificación o *friend-shoring* en relación con sus cadenas de suministro en los próximos cinco años, con un cierto aumento del porcentaje de abastecimiento en la UE (gráfico C).

Las empresas debían indicar cómo había cambiado la distribución geográfica del abastecimiento transfronterizo de insumos en los últimos cinco años y cómo preveían que evolucionara en los próximos cinco años. Las respuestas señalan que un porcentaje más elevado de empresas espera abastecerse cada vez más de insumos en la UE en los próximos cinco años que en los últimos cinco años, mientras que la proporción de compañías encuestadas que afirmó que tenía intención de obtener más insumos fuera de la UE no se ha incrementado<sup>7</sup>. Una proporción mayor de empresas manifestó que preveía aumentar el abastecimiento de insumos procedentes de: i) lugares geográficamente más cercanos al país de producción (*near-shoring*), ii) una mayor variedad de proveedores en países diferentes o iii) países políticamente más próximos al país de destino de las ventas (*friend-shoring*) en los próximos cinco años que las que lo habían hecho en los últimos cinco años (del 55 % al 80%). La diversificación y el *near-shoring* del abastecimiento de insumos ya eran prácticas relativamente comunes, con expectativas de que se extiendan en mayor medida en los próximos años. En

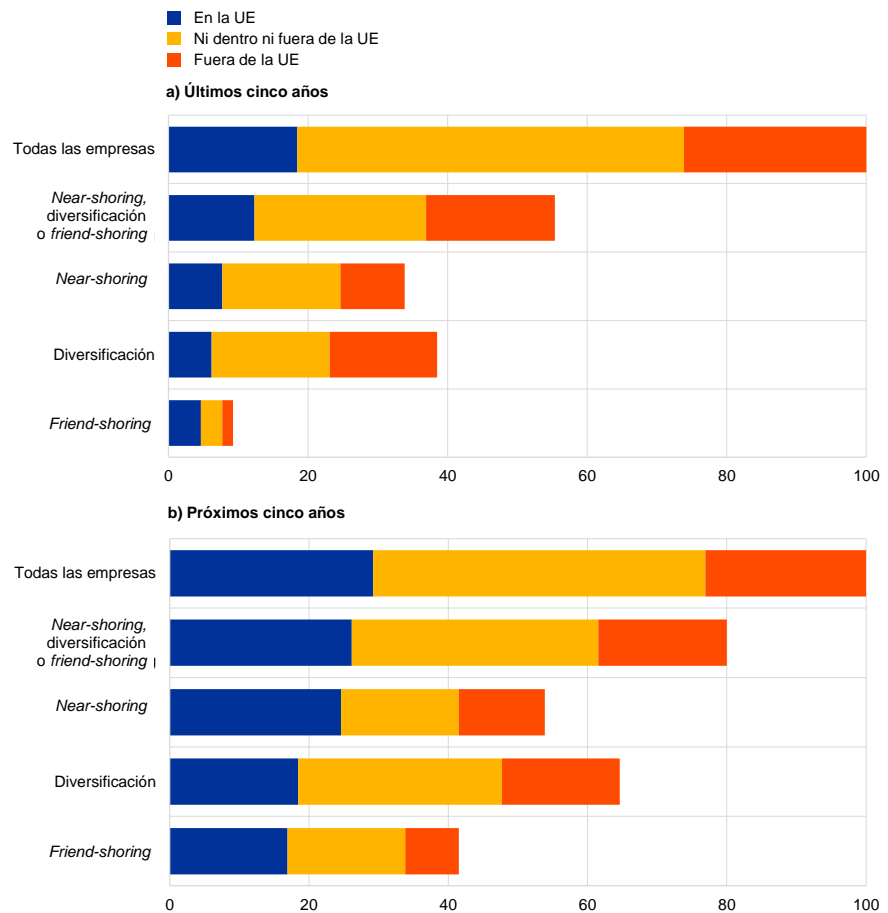
<sup>7</sup> Este resultado se debe principalmente a las empresas que son realmente globales (con más del 50 % de sus ventas, producción y abastecimiento de insumos fuera de la UE) y a las empresas que importan bienes (intermedios o finales) a la UE.

cambio, si bien el *friend-shoring* del abastecimiento de insumos no ha sido una práctica habitual en el pasado —como tampoco lo ha sido el de la localización de la producción—, las empresas prevén que será una práctica mucho más generalizada en los próximos años (el 42 % de los encuestados esperaba seguir esta estrategia, frente a solo el 9 % que lo había hecho en el pasado). El aumento del porcentaje de empresas con expectativas de aplicar alguna o todas estas estrategias era insignificante entre aquellas que también afirmaron que tenían previsto incrementar el abastecimiento de insumos fuera de la UE, pero significativo para las que también indicaron que preveían aprovisionarse de más insumos en la UE. En consecuencia, las expectativas de incrementar el *near-shoring*, la diversificación o el *friend-shoring* del abastecimiento de insumos parecen estar inclinando a esas empresas, en promedio, a recurrir más a proveedores de la UE.

### Gráfico C

#### Tendencias pasadas y futuras en el abastecimiento de insumos

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

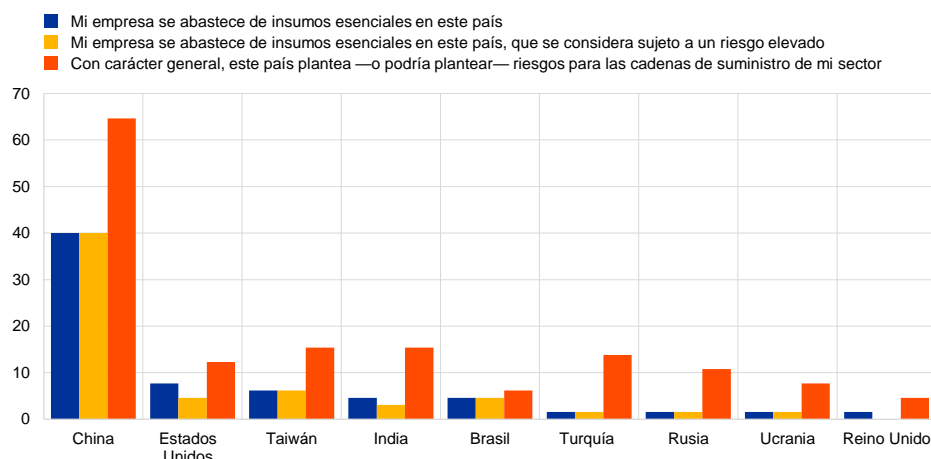
Notas: Respuestas a la pregunta: «¿Cómo ha cambiado la distribución geográfica del abastecimiento transfronterizo de insumos de su empresa en los últimos cinco años y cómo prevé que evolucione en los próximos cinco años?». Los encuestados podían seleccionar una o varias de las respuestas siguientes: Tendencia a abastecerse cada vez más de insumos procedentes de: i) la UE, ii) fuera de la UE, iii) lugares geográficamente más cercanos al país de producción (*near-shoring*), iv) una mayor variedad de proveedores de países diferentes y v) países políticamente más próximos al país de destino de las ventas (*friend-shoring*). La categoría «Ni dentro ni fuera de la UE» refleja las respuestas de las empresas que no indicaron una tendencia a abastecerse de más insumos dentro o fuera de la UE.

**China es el principal país de origen de insumos esenciales y también el más mencionado en términos de riesgos percibidos, ya sea para la propia cadena de suministro de la empresa o para la de su sector (gráfico D).** En total, el 55 % de los encuestados señaló que su empresa se abastecía (totalmente o en gran parte) de insumos esenciales en un país o países concretos<sup>8</sup>. De ellos, casi todos (el 52 % de todos los participantes en la encuesta) manifestaron que el aprovisionamiento de esos insumos en al menos uno de esos países estaba sujeto a un riesgo elevado<sup>9</sup>. A su vez, una amplia mayoría de ellos identificaba a China como el país (o uno de los países) en cuestión, y todos consideraban que presenta un riesgo elevado. En un distante segundo lugar, solo el 8 % de los encuestados indicó que su empresa obtenía insumos esenciales en Estados Unidos, y solo un 5 % señaló este país como un riesgo concreto. Por lo que respecta a los países que, con carácter más general, planteaban —o podrían plantear— un riesgo para las cadenas de suministro de su sector, dos tercios de todos los encuestados mencionaron China, mientras que Estados Unidos, Taiwán, India, Turquía y Rusia también fueron mencionados por más del 10 % de los participantes en la encuesta.

### Gráfico D

#### Dependencia y riesgos de las cadenas de suministro, por países

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Respuestas a las preguntas: i) «¿Su empresa se abastece actualmente de insumos esenciales que dependen (totalmente o en gran parte) del suministro de un país concreto y, en caso afirmativo, ¿cuál(es)?», ii) «¿Considera que el suministro de insumos esenciales de este país o de cualquiera de estos países está sujeto a un riesgo elevado?» y iii) «Con carácter más general, ¿qué países (en su caso) plantean —o podrían plantear— riesgos para las cadenas de suministro de su sector?». En el gráfico se muestran los países mencionados por tres o más encuestados. Hubo muchos más países que fueron citados solo por uno o dos encuestados.

### La mayoría de las empresas manifiestan que les resultaría muy difícil sustituir los insumos esenciales procedentes de países considerados de riesgo

<sup>8</sup> En el cuestionario se aclaraba que insumos «esenciales» se refería a los bienes sin los que una parte significativa de la actividad de la empresa no podría completarse o sufriría retrasos considerables, o la calidad del bien elaborado o servicio prestado por la empresa disminuiría de forma significativa. Aunque se pidió a los encuestados que indicaran hasta cinco países, la mayoría solo mencionó uno o dos.

<sup>9</sup> En el cuestionario se señalaba que esos riesgos podían incluir la posibilidad de que una escalada repentina de las tensiones económicas o políticas entre países (p. ej., China y Estados Unidos) diera lugar a prohibiciones de importar o exportar determinados productos, a un endurecimiento de las exigencias de incorporación de contenido local (p. ej., en el contexto del acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido), al abastecimiento en países en (riesgo de) conflicto, a riesgos derivados del cambio climático, etc.

**elevado.** Entre los encuestados que señalaron que su empresa se abastecía (en gran parte o totalmente) de insumos esenciales en un país concreto que consideraban que constituye un riesgo elevado, casi dos tercios indicaron que, en caso de que esos insumos dejaran de estar disponibles repentinamente, les resultaría «muy difícil» sustituirlos por otros de otros países, mientras que casi una tercera parte respondió que le resultaría «difícil» (panel a del gráfico E). En este contexto, dos tercios de los participantes en la encuesta afirmaron que la principal fuente de abastecimiento de insumos esenciales de su empresa eran directamente empresas ubicadas en el país en cuestión, y una sexta parte indicó que procedían en su mayoría directamente de sus propias instalaciones en el país en cuestión, mientras que el resto los obtenía fundamentalmente a través de distribuidores.

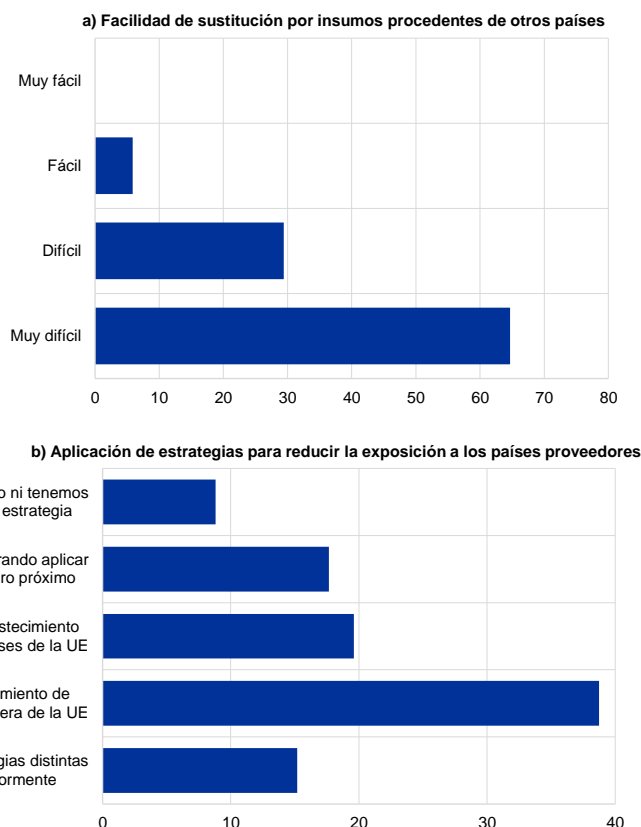
**No obstante, la mayor parte de las empresas están aplicando estrategias para reducir su exposición al país o países de riesgo (panel b del gráfico E).** Entre los mismos encuestados que señalaron que su empresa se abastecía (en gran parte o totalmente) de insumos esenciales en un país concreto que consideraban que constituía un riesgo elevado, solo tres manifestaron que no habían adoptado ni tenían intención de adoptar una estrategia para reducir su exposición. Casi el 40 % indicó que seguía una estrategia para aprovisionarse de la mayoría de los mismos insumos en otros países no pertenecientes a la UE y el 20 % señaló que aplicaba una estrategia de abastecimiento del grueso de estos insumos en otros países de la UE, mientras que el 15 % estaba implementando otras estrategias, como acumular más existencias, diversificar sus fuentes de insumos, realizar un seguimiento más estrecho del riesgo, cambiar la composición de su producto o productos, o prescindir de cierta capacidad de producción. Algo menos del 20 % de las empresas encuestadas aún no había adoptado una estrategia, pero estaba considerando su adopción en un futuro próximo.



## Gráfico E

### Facilidad de sustitución de insumos y estrategias para reducir la exposición a los países proveedores

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Respuestas a las preguntas: i) «Si estos insumos dejaran de estar disponibles repentinamente, ¿con qué facilidad se sustituirían por otros procedentes de otros países?» y ii) «¿Su empresa aplica o tiene previsto aplicar una estrategia para reducir la exposición al país o a los países proveedores?». El porcentaje de respuestas se refiere únicamente a los encuestados que indicaron que, actualmente, su empresa se abastece de insumos esenciales que dependen (totalmente o en gran medida) del suministro de un país concreto y que consideran que está sujeto a un riesgo elevado. Un número reducido de participantes en la encuesta ofrecieron más de una respuesta a la pregunta ii), y las respuestas se han ponderado en consecuencia.

**En general, el impacto de los cambios en la localización de la producción y el abastecimiento transfronterizo de insumos sobre la actividad de la UE se percibe que es limitado, mientras que el efecto sobre el personal ubicado en la UE se considera significativo.** Se pidió a las empresas que valoraran el impacto de los cambios en la localización de la producción y el abastecimiento transfronterizo de insumos sobre la actividad de su empresa, su personal y sus precios de venta en la UE en los últimos cinco años (panel a del gráfico F), y que indicaran sus expectativas para los próximos cinco años (panel b del gráfico F). En términos de actividad, un porcentaje elevado de encuestados indicó que era probable que estos cambios influyeran en el peso del valor añadido de su empresa generado en la UE en los próximos cinco años en comparación con los últimos cinco años. No obstante, el porcentaje de participantes que anticipaba un peso mayor o menor fue prácticamente similar. Con todo, los encuestados consideraban que el efecto de estos cambios sería cada vez más negativo en lo que respecta a la proporción del personal de su empresa ubicado en la UE. Esta valoración sería acorde con el hecho de que las empresas mencionaran el coste y el acceso a mano

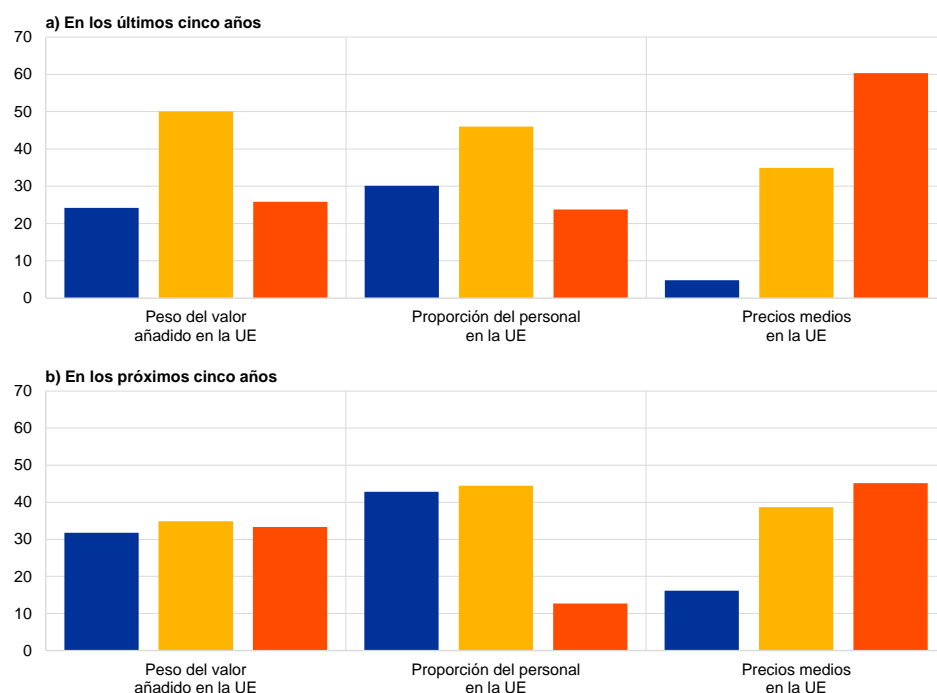
de obra y a personal cualificado como el factor de mayor influencia en sus decisiones de traslado reciente o previsto para el futuro de la producción o las operaciones fuera de la UE.

### Gráfico F

#### Impacto global de las decisiones de localización de la producción y de abastecimiento de insumos sobre la actividad, el personal y los precios

(porcentaje de respuestas)

■ Disminución  
■ Sin variación  
■ Aumento



Fuente: BCE.

Nota: Respuestas a la pregunta: «¿Cuál ha sido/será el impacto de los cambios en la localización de la producción y en el abastecimiento transfronterizo de insumos sobre la actividad de su empresa, su personal y los precios de venta en la UE?».

**Los cambios en la localización de la producción y en el abastecimiento transfronterizo de insumos provocaron subidas de los precios, pero se espera que este impacto se modere ligeramente en los próximos cinco años.** El 60 % de los encuestados señaló que los cambios en la localización de la producción o en el abastecimiento transfronterizo de insumos habían presionado al alza sus precios medios en los últimos cinco años, en comparación con solo el 5 % que indicó que sus precios habían disminuido como consecuencia. De cara a los próximos cinco años, el porcentaje de empresas que preveía presiones al alza sobre los precios seguía siendo elevado (45 %), pero más bajo que en los últimos cinco años. Una interpretación sería que los cambios para aumentar la resiliencia de las operaciones y las cadenas de suministro son, de por sí, costosos, pero el efecto en los costes y, por consiguiente, en los precios, puede mitigarse si estos cambios se planifican detenidamente. A este respecto, es posible que los cambios efectuados en el pasado hayan sido, en mayor medida, no planeados y repentinos (por ejemplo, como reacción a la pandemia o a la invasión rusa de Ucrania) y que, por tanto,

hayan tenido un coste mayor que los cambios futuros previstos para responder a los riesgos en la producción y en las cadenas de suministro.

### **Cuadro A**

Porcentaje de ventas, producción y abastecimiento de insumos fuera de la UE de la muestra de empresas de la encuesta

	Menos del 20 %	20 %-50 %	Más del 50 %
<b>Ventas</b>	16	27	20
<b>Producción</b>	20	24	18
<b>Abastecimiento de insumos</b>	18	22	22

Fuente: BCE.

Nota: Las cifras del cuadro se refieren al número de empresas encuestadas en cada categoría.

## La inversión de la curva de rendimientos y su contenido informativo en la zona del euro y en Estados Unidos

Luís Fonseca, Peter McQuade, Ine Van Robays y Andreea Liliana Vladu

**Tras el rápido aumento que han registrado los tipos de interés a corto plazo desde el pasado año, las curvas de tipos libres de riesgo en la zona del euro y en Estados Unidos muestran la inversión más pronunciada de las últimas décadas.** El diferencial entre los tipos OIS (*overnight index swap*) a diez y a dos años en la zona del euro se situó en  $-0,4$  puntos porcentuales en septiembre, tras repuntar en los últimos meses desde un nivel de  $-0,8$  puntos porcentuales, el más bajo desde 1992 (panel a del gráfico A)<sup>1</sup>.<sup>2</sup> En Estados Unidos, la pendiente se situó en  $-0,6$  puntos porcentuales para la curva de bonos del Tesoro en septiembre, una cota no observada desde principios de los años ochenta (panel b del gráfico A). La inversión de la pendiente en ambas regiones se ha debido principalmente al mayor aumento de los tipos de interés a corto plazo en comparación con los tipos a más largo plazo. Históricamente, las recesiones solían ir precedidas por una curva de rendimientos invertida, según se ilustra en el gráfico A. La capacidad de la pendiente de la curva de tipos para predecir desaceleraciones económicas a corto plazo está bien documentada, aunque los modelos econométricos habituales no especifican ni la profundidad ni la duración de una posible recesión<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> La literatura ha considerado diversos plazos para la pendiente, pero se halla poca diferencia estadística en la capacidad predictiva de las distintas alternativas en la zona del euro.

<sup>2</sup> Los tipos OIS *spot* de la zona del euro anteriores a 1999 se estiman retrospectivamente mediante *backcasting* utilizando los rendimientos del bono alemán. Los resultados son robustos cuando se usan los rendimientos del bono alemán para toda la muestra, pues resulta que la capacidad predictiva en la zona del euro está determinada por los países principales; véase D. Sabes y J. G. Sahuc, «[Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?](#)», *Finance Research Letters*, vol. 52, 2023.

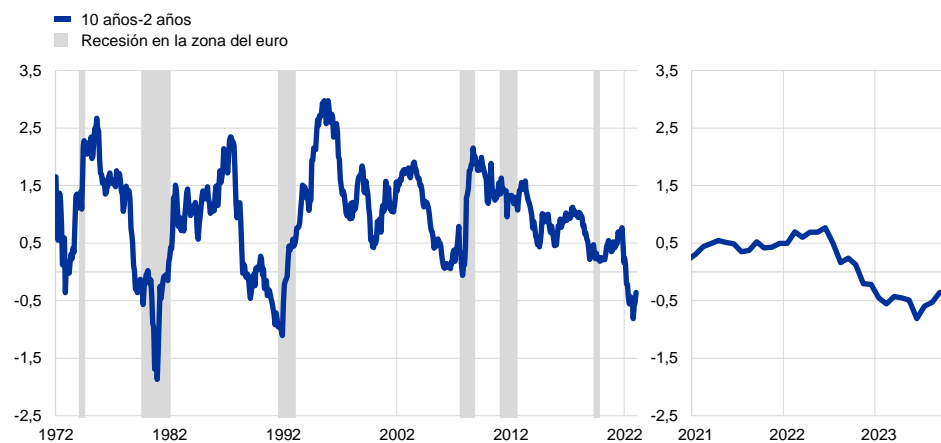
<sup>3</sup> La capacidad predictiva de la pendiente de la curva de rendimientos está documentada para la zona del euro y Estados Unidos, así como para otras economías avanzadas y emergentes. Uno de los primeros documentos más relevantes de la literatura es A. Estrella y G. A. Hardouvelis, «[The term structure as a predictor of real economic activity](#)», *The Journal of Finance*, vol. 46, n.º 2, 1991, pp. 555-576. Para estudios más recientes, véanse J. G. Haubrich, «[Does the Yield Curve Predict Output?](#)», *Annual Review of Financial Economics*, vol. 13, 2021, pp. 341-362, y B. De Backer, M. Deroose y C. Van Nieuwenhuyze, «[Is a recession imminent? The signal of the yield curve](#)», *NBB Economic Review*, 2019. D. Sabes y J. G. Sahuc, *op. cit.*, llegan a la conclusión de que la anticipación es de entre seis meses y un año y medio para la zona del euro, Alemania, Francia, Italia y España.

## Gráfico A

### Pendiente de las curvas de tipos libres de riesgo

#### a) Zona del euro

(porcentaje)



#### b) Estados Unidos

(porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics, FRED y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: los tipos OIS antes de 1999 se extrapolan utilizando los rendimientos del bono alemán. Las áreas sombreadas indican períodos de recesión en la zona del euro, según la definición del Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN; panel b: la pendiente se calcula usando medias mensuales de datos diarios, utilizando los rendimientos de los bonos del Tesoro a dos y a diez años con el mismo vencimiento. Las áreas sombreadas señalan períodos de recesión en Estados Unidos, según la definición del Business Cycle Dating Committee del NBER. Las últimas observaciones de ambos paneles corresponden a septiembre de 2023.

**Los modelos de probabilidad de recesión basados en exclusiva en la pendiente de la curva de rendimientos apuntan actualmente a probabilidades elevadas de recesión en la zona del euro y en Estados Unidos en el plazo de un año<sup>4</sup>.** Aunque la curva de rendimientos está invertida con menos pendiente en la zona del euro que en Estados Unidos, se espera que el crecimiento del PIB de la zona sea débil a corto plazo, mientras que la economía estadounidense mantendría su fortaleza. Los modelos *probit* cuantifican la relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y la probabilidad de una recesión a corto plazo. Mediante un modelo sencillo en el que se usa solo información de la pendiente, actualmente se estima una probabilidad de

<sup>4</sup> Este análisis se centra en el horizonte de doce meses, que proporciona una referencia indicativa. Sin embargo, las probabilidades estimadas varían dependiendo del horizonte.

recesión en la zona del euro en el plazo de un año cercana al 50 % (línea azul del panel a del gráfico B), mientras que utilizando el mismo modelo para Estados Unidos se estima una probabilidad de recesión del 40 %, que es algo inferior, pero también la más alta en décadas (panel b del gráfico B)<sup>5</sup>.

---

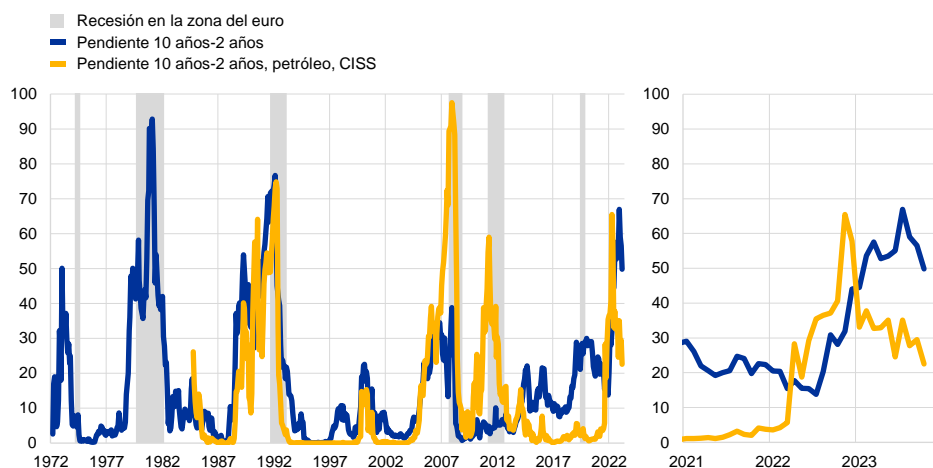
<sup>5</sup> A efectos de comparación, la probabilidad de una recesión en la zona del euro (Estados Unidos) en el plazo de un año con una pendiente nula es del 36 % (22 %). Sin embargo, la comparación de las probabilidades de recesión estimadas entre las dos regiones no es sencilla. Una pendiente negativa envía una señal de recesión mucho más fuerte que una pendiente reducida, pero positiva, debido al carácter no lineal del modelo *probit*. La capacidad predictiva de recesiones de la pendiente nominal de la zona del euro es robusta cuando se controla por el nivel de los tipos de interés (es decir, incluyendo el tipo de interés a tres meses), lo que es coherente con los resultados para Estados Unidos (véase M. D. Bauer y T. M. Mertens, «[Information in the yield curve about future recessions](#)», *FRBSF Economic Letter*, vol. 20, 2018). En el análisis se utilizan las recesiones en la zona del euro según las define el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN y las recesiones en Estados Unidos según las define el Business Cycle Dating Committee del NBER.

## Gráfico B

### Probabilidad de recesión a doce meses vista a partir de indicadores financieros y los precios del petróleo

#### a) Zona del euro

(probabilidades de los modelos)



#### b) Estados Unidos

(probabilidades de los modelos)



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics, Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: resultados de dos modelos *probit* en los que se estiman las probabilidades de recesión en la zona del euro a doce meses vista. En el primer modelo se utiliza solo la pendiente de la curva de rendimientos (10 años-2 años), mientras que en el segundo se incluyen los precios del petróleo (logaritmo sin tendencia lineal) y el nivel del indicador sintético de tensiones sistémicas (CISS, por sus siglas en inglés) para la zona del euro. Los datos del bono alemán amplían la muestra a antes de 1999. Las áreas sombreadas indican períodos de recesión en la zona del euro, según la definición del Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN; panel b: resultados de dos modelos *probit* en los que se estiman las probabilidades de recesión en Estados Unidos a doce meses vista. En el primer modelo se utiliza solo la pendiente de la curva de rendimientos (10 años-2 años), mientras que en el segundo se incluyen los precios del petróleo (logaritmo sin tendencia lineal) y la prima en exceso de los bonos (EBP, por sus siglas en inglés). Las áreas sombreadas señalan períodos de recesión en Estados Unidos, según la definición del Business Cycle Dating Committee del NBER. Las últimas observaciones de ambos paneles corresponden a septiembre de 2023.

**La incorporación de indicadores financieros adicionales y de los precios del petróleo en el modelo sugiere menores riesgos de recesión con una mejor capacidad predictiva.** Cuando los modelos de probabilidad de recesión se amplían para incluir los precios del petróleo, así como el indicador sintético de tensiones sistémicas (CISS, por sus siglas en inglés) para la zona del euro y la prima en exceso de los bonos (EBP, por sus siglas en inglés) para Estados Unidos, su

capacidad para predecir recesiones mejora en comparación con el modelo sencillo<sup>6</sup>. Como se muestra en el gráfico B, estos modelos ampliados sugieren una probabilidad menor, pero aún elevada, de recesión en doce meses (25 % tanto en la zona del euro como en Estados Unidos). Para la zona del euro, el valor más bajo refleja la reversión del acusado aumento que registró el CISS a finales de 2022 y unos precios del petróleo algo inferiores en comparación con los niveles máximos alcanzados a principios de 2022, lo que debería frenar el crecimiento en menor medida que el año pasado<sup>7</sup>.

**En la coyuntura actual cabe señalar el hecho de que la pendiente nominal negativa está determinada en estos momentos por la curva de tipos de interés reales, lo que podría debilitar la señal del modelo sencillo.** Es difícil entender por qué la pendiente de la curva de rendimientos es informativa en lo referente a los riesgos de recesión, dado que contiene información sobre las expectativas de política monetaria, los riesgos y las opiniones sobre las perspectivas macroeconómicas, factores que están todos estrechamente relacionados entre sí<sup>8</sup>. Sin embargo, el análisis empírico muestra que cuando se descompone la pendiente de la curva de rendimientos nominales en compensación por inflación y tipos reales implícitos en instrumentos de mercado, la pendiente de la curva de la compensación

<sup>6</sup> Cuando se analizan utilizando el mismo período muestral, las estadísticas de bondad predictiva mejoran significativamente en el modelo ampliado, dado que este interpreta que el nivel más elevado de los precios del petróleo y las mayores tensiones sistémicas son buenos predictores de una recesión. El panel a del gráfico B muestra que el modelo ampliado anticipa mejor las recesiones en la zona del euro de 2008 y 2011, que fueron precedidas por valores altos de ambas variables. Para más información sobre la posible mejora de los modelos de probabilidad de recesión basados en la curva de rendimientos, véase M. Ferrari Minesso, L. Lebastard y H. Le Mezo, «[Text-Based Recession Probabilities](#)», *IMF Economic Review*, vol. 71, n.º 2, 2023, pp. 415-438.

<sup>7</sup> Se ha estimado también el modelo ampliado con una muestra más corta que termina antes de la pandemia de COVID-19, dado que el colapso económico que se produjo después de marzo de 2020 fue impredecible desde la perspectiva de la curva de rendimientos. En concreto, el modelo ampliado para la zona del euro indica una probabilidad más próxima al 15 % (frente al 25 % en la muestra completa), mientras que los resultados casi no varían en el caso de Estados Unidos.

<sup>8</sup> La curva de tipos de interés libres de riesgo captura información sobre las expectativas relativas a la política monetaria actual y futura y cómo se relaciona con las perspectivas macroeconómicas y la compensación exigida por los participantes en los mercados por asumir el riesgo de tipo de interés derivado de la incertidumbre que rodea tanto a la inflación futura como a los tipos reales futuros, es decir, las primas por plazo nominales. Por tanto, una pendiente negativa puede reflejar las expectativas de los inversores de que las perspectivas macroeconómicas empeorarán, la inflación disminuirá y los rendimientos se reducirán a medida que se modere el crecimiento y la política monetaria se relaje a modo de respuesta. También podría reflejar las expectativas de un endurecimiento excesivo y una corrección rápida de la senda. También podrían influir otros mecanismos, como que el canal de la rentabilidad esperada reduzca la oferta de crédito y limite el crecimiento, dado que una pendiente negativa frena la rentabilidad bancaria al reducir el diferencial de tipos de interés entre los depósitos a corto plazo y los préstamos a largo plazo (véase C. Minoiu, A. Schneider y M. Wei, «[Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks](#)», *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 49, 2023).



por inflación es mejor indicador predictivo<sup>9</sup>. Ello implica que, en la mayoría de los casos, los mercados financieros descontaron una curva de inflación invertida, lo que parece haber anticipado un enfriamiento de la economía. Actualmente, la pendiente negativa tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se debe sobre todo a una inversión de la curva de tipos reales más que a la compensación por inflación<sup>10</sup>. Dado que el modelo solo procesa la pendiente total y, por tanto, representa un efecto medio, podría sobrevalorar el riesgo actual de una recesión.

**El efecto de las carteras de activos del banco central sobre los rendimientos presenta una última limitación para interpretar el mensaje de la curva de rendimientos invertida.** Las tenencias de activos tienden a reducir la pendiente de la curva de rendimientos, lo que puede generar señales distorsionadas de los riesgos de recesión<sup>11</sup>. Pueden utilizarse modelos econométricos para realizar ajustes por la compresión de la pendiente de las primas por plazo como consecuencia del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia del BCE<sup>12</sup>. La pendiente ajustada de la curva de tipos libres de riesgo habría seguido siendo positiva durante más tiempo, pero de todas formas habría alcanzado valores ligeramente negativos a principios del verano. Esto implica que los últimos registros de la pendiente de la curva sin ajustar podrían sobrevalorar en mayor medida las probabilidades de recesión<sup>13</sup>. La distorsión de la señal sobre el riesgo de recesión derivada de la pendiente de la curva de rendimientos generalmente se reducirá con el tiempo a medida que se retiren las políticas de balance del BCE y de la Reserva Federal. Sin embargo, la incertidumbre acerca de la magnitud de este efecto es elevada, particularmente porque el endurecimiento cuantitativo hace que la estimación de la distorsión resulte todavía más difícil que en la fase de expansión del balance.

<sup>9</sup> Véanse los resultados documentados para Estados Unidos en A. Ajello, L. Benzoni, M. Schwinn, Y. Timmer y F. Vazquez-Grande, «[Monetary policy, inflation outlook, and recession probabilities](#)», *FEDS Notes*, 2022, y en C. Neely, «[What is the probability of a recession? The message from yield spreads](#)», *On The Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 7 de septiembre de 2023. Nuestros resultados se obtienen con descomposiciones desde 1992 para la zona del euro y desde 2004 para Estados Unidos. Los resultados para la zona del euro se basan en los tipos ILS (tipos *swap* de inflación) de la zona del euro desde 2005 y una estimación retrospectiva de los tipos de interés reales y las medidas de compensación por inflación implícitos en instrumentos de mercado entre 1992 y 2005. Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Análisis retrospectivo \(backcasting\) de los tipos de interés reales y de las expectativas de inflación: combinación de indicadores de mercado y datos históricos para las variables relacionadas](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023. Aunque estos resultados son sugerentes, requieren un grado de cautela adicional, dado que se basan en muestras más pequeñas, contienen pocos períodos de inflación elevada y, en el caso de la zona del euro, se basan en indicadores menos precisos de la compensación por inflación en la primera parte de la muestra.

<sup>10</sup> Obsérvese que esta pendiente se basa en los rendimientos a diez años menos a dos años, y que en la compensación por inflación ya se ha descontado una disminución significativa de la inflación hacia el objetivo en los dos próximos años.

<sup>11</sup> Para más detalles, véanse el recuadro titulado «[La inversión de la curva de rendimientos en Estados Unidos y las señales de los mercados financieros que apuntan a una recesión](#)», *Boletín Económico*, número 1, 2020, y M. D. Bauer y T. M. Mertens, *op. cit.*

<sup>12</sup> Véase F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde y A. L. Vladu, «[Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n.º 3, 2023.

<sup>13</sup> La utilización de los coeficientes estimados para los modelos *probit* con la pendiente de la curva de rendimientos ajustada por las compras de activos reduciría la probabilidad estimada de una recesión en la zona del euro en un plazo de doce meses al 35 % aproximadamente (frente al 50 %) en el modelo base y al 15 % (frente al 25 %) en el modelo ampliado.

### 3 Efectos de contagio de la reciente inflación negativa de China a la zona del euro

Martina di Sano, Giacomo Pongetti, Tobias Schuler y Seng Guan Toh

**En este recuadro se analizan los posibles efectos de contagio de la reciente inflación negativa de China a los precios de las importaciones realizadas por la zona del euro.**

La evolución económica de China se transmite a los precios de importación de la zona del euro directamente a través de los precios de exportación del país asiático e indirectamente a través del importante papel que desempeña China en la demanda mundial de materias primas y como proveedor principal de bienes intermedios y de equipo al resto del mundo. En este recuadro se concluye que se produce un impacto tangible en los precios de importación de la zona del euro, pero un efecto más limitado en su inflación general<sup>1</sup>.

**Tras el fuerte incremento observado en los dos últimos años, los precios de importación de la zona del euro han disminuido en los últimos meses.**

En junio de 2023, los precios de importación de bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro registraron un descenso del 14 % en términos interanuales, en gran parte como consecuencia de la rápida caída de los precios de las importaciones energéticas de la zona. Si se excluye la energía, el retroceso de estos precios fue de alrededor del 2 % (panel a del gráfico A). En este recuadro se analiza en qué medida la mayor disminución de los precios de las importaciones provenientes de China ha reducido las presiones inflacionistas en la zona del euro, dado el peso del país asiático en su cesta de importaciones (21 %).

---

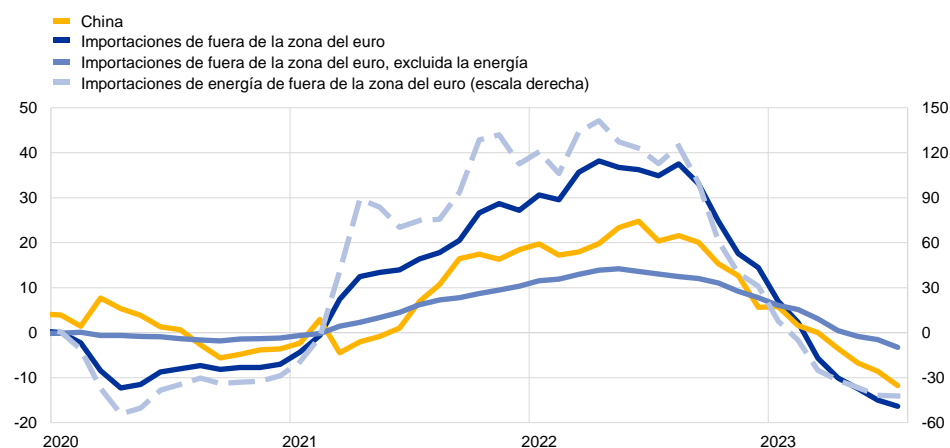
<sup>1</sup> Para un análisis prospectivo del impacto de un escenario de riesgos a la baja adicionales en China sobre la zona del euro, véase el recuadro 3 de las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de septiembre de 2023.

## Gráfico A

### Precios de importación de bienes de fuera de la zona del euro y precios de producción de China y de la zona del euro

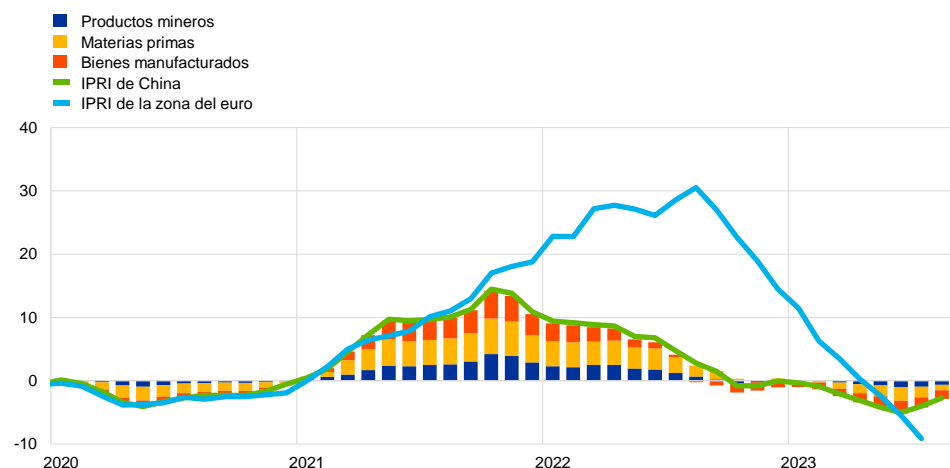
#### a) Precios de importación de bienes de fuera de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual, porcentajes)



#### b) Precios de producción de China y de la zona del euro

(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales al IPRI de China)



Fuentes: Eurostat (para los precios de las importaciones de fuera de la zona del euro), Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023 para el IPRI (índice de precios industriales) de China y a julio de 2023 para el resto de las series.

**La tasa de variación de los precios de producción de China ha seguido una tendencia a la baja desde que alcanzó un máximo en el último trimestre de 2021, lo que refleja, sobre todo, la normalización de los factores domésticos de oferta y demanda durante la recuperación de la pandemia en el país asiático.** El índice de precios industriales (IPRI) de China aumentó con fuerza en 2021 gracias al intenso repunte de la actividad tras la perturbación ocasionada por la pandemia en 2020, que disparó el precio del carbón (la principal fuente de energía del país), dado que coincidió con las restricciones impuestas por el Gobierno a la producción de esta materia prima. Posteriormente, diversos desarrollos pusieron fin a la tendencia del IPRI de China, mientras que los precios de exportación del país asiático en 2021 y en 2022 siguieron viéndose impulsados por los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. La inflación de los

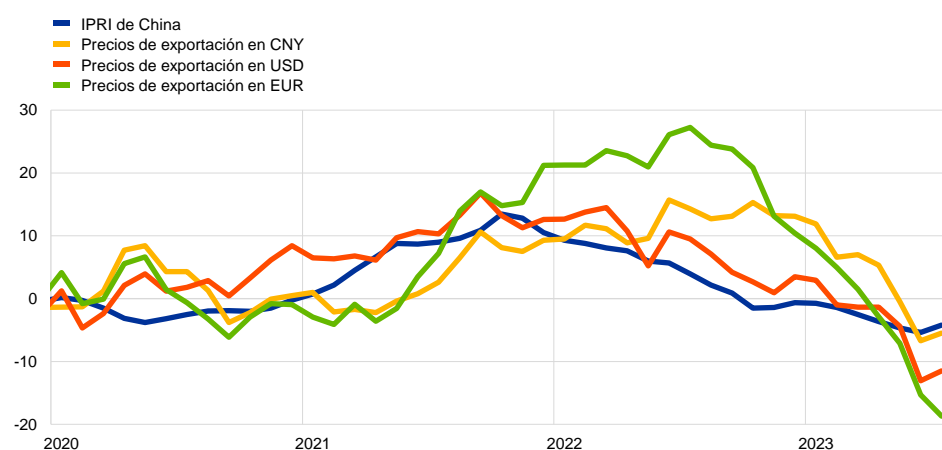
precios de producción de China registró un máximo a finales de 2021 y después disminuyó de forma continuada, debido a la bajada de los precios de los productos mineros, las materias primas y los bienes manufacturados (panel b del gráfico A). En julio de 2023, el IPRI de este país había caído durante diez meses consecutivos. Por el lado de la oferta, los efectos de base derivados del viraje de la política china relativa a la minería del carbón (que pasó de restricciones a una expansión repentina) contribuyeron de forma significativa al descenso del IPRI. En cuanto a la demanda, el fuerte desplome del sector inmobiliario residencial —que redujo aún más los precios de los materiales y de los artículos para el hogar relacionados— contribuyó a la disminución de los precios de producción.

**Con el tiempo, la normalización de los precios de producción en China ha contribuido a la bajada de los precios de las importaciones de bienes de la zona del euro.** Los precios de una proporción elevada de las exportaciones chinas se fijan en dólares estadounidenses y los precios de exportación en dólares han disminuido en línea con el IPRI del país asiático (gráfico B). Si se convierten a euros, los precios de las exportaciones chinas cayeron un 15 % en junio en comparación con el mismo mes del año anterior. Si bien es probable que la normalización de los precios de producción de China haya contribuido a la moderación de los precios de exportación, al parecer las empresas chinas también habrían reducido los precios para mantener sus ventas en un contexto de desaceleración de la demanda externa. Asimismo, es posible que la propagación de la dinámica de los precios de exportación de China a través de terceros países haya influido en los precios de importación de la zona del euro.

### Gráfico B

#### Precios de producción y de exportación de China

(tasas de crecimiento interanual, porcentajes)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de China, Reserva Federal, Administración General de Aduanas de la República Popular China (para los precios de exportación del país asiático) y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

**El análisis empírico confirma que las perturbaciones de demanda y de oferta chinas pueden provocar efectos de contagio considerables a los precios de las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona del euro.** Se ha utilizado un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) con restricciones de signo para cuantificar cómo influyen las

perturbaciones de demanda y de oferta en China en los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro en comparación con otras perturbaciones importantes, como las relacionadas con la demanda mundial, los cuellos de botella en la oferta y el suministro de materias primas<sup>2, 3</sup>. Los resultados muestran que la respuesta mediana a una perturbación de demanda en China que añade un punto porcentual a la producción industrial del país tiene un impacto positivo de alrededor de 0,4 puntos porcentuales tanto en el IPRI del país asiático como en los precios de las importaciones de fuera de la zona del euro, dada la mayor amplitud de estos precios debido a que su componente energético tiene un peso más elevado. La respuesta de los precios de las importaciones de países que no pertenecen a la zona del euro también se ve afectada por el efecto indirecto de la subida de los precios energéticos a escala global tras la perturbación de demanda en China. Una perturbación positiva de oferta en este país parece reducir su IPRI en 0,3 puntos porcentuales y los precios de las importaciones de fuera de la zona del euro en hasta 0,5 puntos porcentuales. El efecto sobre estos últimos precios alcanzaría su valor máximo tras unos seis meses (gráfico C)<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> En el análisis se incluyen los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro, la producción industrial y los precios de producción de China, los precios de las materias primas, el crecimiento relativo de la producción industrial en China y en el resto del mundo, y un indicador de los cuellos de botella en la oferta mundial. Las perturbaciones de demanda y de oferta en China se identifican mediante sus distintos impactos sobre los precios de producción de ese país. Las perturbaciones de demanda y de oferta chinas se separan de las perturbaciones globales suponiendo que las primeras afectan a la producción interna del país más que al resto del mundo. También se parte del supuesto de que una perturbación positiva de oferta en China reduce los plazos de entrega de los proveedores a escala global.

<sup>3</sup> La perturbación de oferta de materias primas capta los movimientos de los precios mundiales de la energía que no pueden explicarse por las perturbaciones de demanda en China y a nivel mundial. No es posible identificar las fuertes variaciones observadas en los precios de importación de gas de la zona del euro en los últimos años bajo esta especificación del modelo.

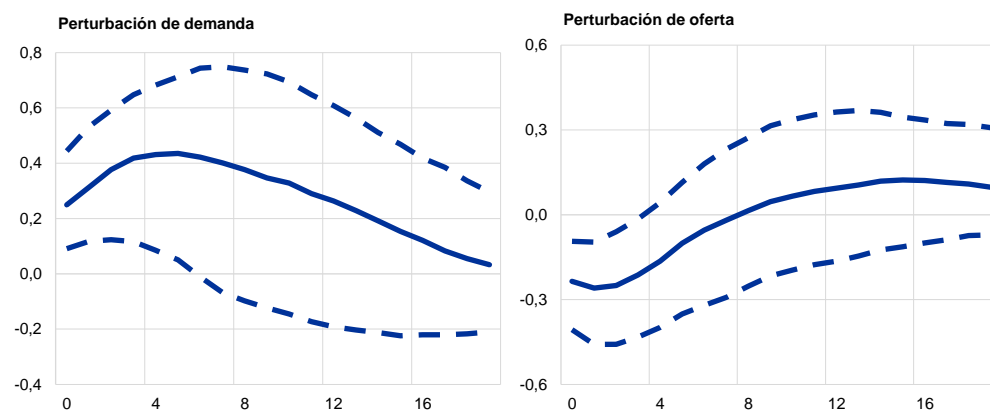
<sup>4</sup> Los movimientos de los precios de importación de la zona del euro suelen tener una amplitud mayor que las series del IPRI de China. Por tanto, la perturbación de oferta china identificada afecta a esta serie volátil en mayor medida que al IPRI del país asiático.

## Gráfico C

### Respuestas a las perturbaciones de demanda y de oferta chinas

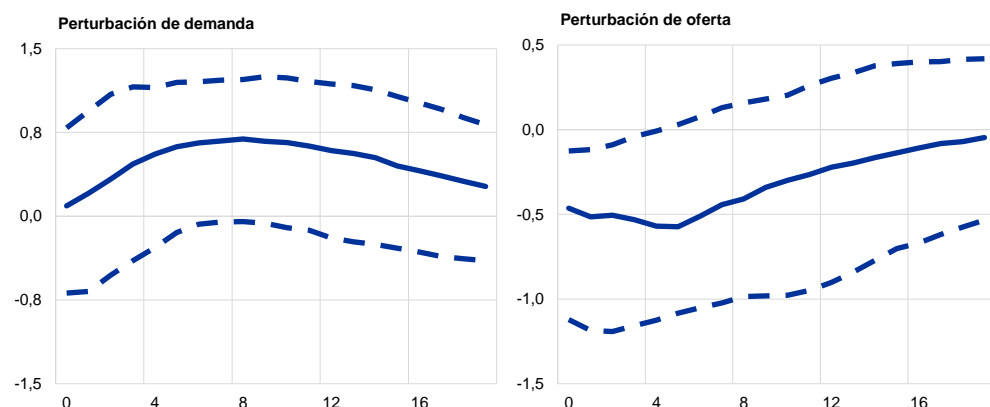
#### a) Respuesta del IPRI de China

(eje de abscisas: meses; eje de ordenadas: tasas de variación)



#### b) Respuesta de los precios de importación de bienes de la zona del euro

(eje de abscisas: meses; eje de ordenadas: tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, Haver, FMI, CPB, S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: Todas las series utilizadas en el análisis empírico se expresan en tasas de crecimiento interanual, excepto los plazos de entrega de los proveedores a escala global del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). La muestra de estimación abarca el período comprendido entre enero de 2006 y junio de 2023. Restricciones de signo: Perturbación de demanda china (+: crecimiento relativo, producción industrial china, IPRI de China); perturbación de oferta china (0: precio de las materias primas; +: crecimiento relativo, producción industrial china; -: plazos de entrega de los proveedores a escala global, IPRI de China, precios de las importaciones de fuera de la zona del euro); perturbación de oferta de materias primas (+: precio de las materias primas, IPRI de China, precios de las importaciones de fuera de la zona del euro; -: producción industrial china; 0: plazos de entrega de los proveedores a escala global); perturbación de demanda mundial (+: precio de las materias primas, producción industrial china, plazos de entrega de los proveedores a escala global; -: crecimiento relativo); perturbación de cuellos de botella en la oferta mundial (+: crecimiento relativo, plazos de entrega de los proveedores a escala global; -: producción industrial china). Restricciones sobre el impacto. La magnitud de las perturbaciones se calibra para añadir un punto porcentual a la producción industrial china. Las líneas discontinuas señalan intervalos de confianza del 68 %.

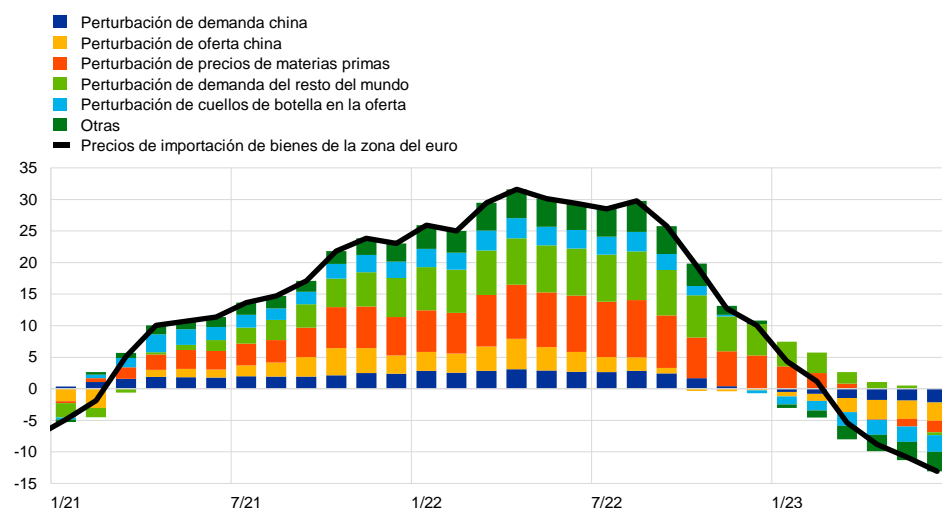
**Las perturbaciones internas chinas han desempeñado un papel tangible en el repunte de los precios de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro desde 2021 y en la reversión de estos precios observada en los últimos meses.** Los resultados empíricos sugieren que las perturbaciones de demanda y de oferta chinas contribuyeron, en conjunto, hasta 8 puntos porcentuales al incremento de los precios de las importaciones de fuera de la zona del euro en ese período, lo que corresponde a alrededor de una cuarta parte de la subida total (gráfico D). En junio de 2023, la contribución de la evolución de China al descenso de dichos precios fue de 5 puntos porcentuales. El resto de la caída es atribuible al

debilitamiento de la demanda mundial, a la relajación de los cuellos de botella en la oferta y a las perturbaciones negativas de oferta de materias primas.

### Gráfico D

#### Descomposición histórica de los precios de importación de bienes de la zona del euro

(desviaciones con respecto al estado estacionario, porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Haver, FMI, CPB, S&P Global y cálculos del BCE.

#### El impacto de la bajada de los precios en China sobre la inflación general de la zona del euro es más limitado.

Para estimar correctamente ese efecto sería necesaria una modelización compleja de la cadena de producción, desde los precios de importación hasta los precios de consumo, lo que queda fuera del ámbito de estudio de este recuadro. No obstante, puede obtenerse una aproximación (*proxy*) utilizando estimaciones del contenido importador de los precios de consumo de la zona del euro, que asciende al 29 % en el caso de los bienes industriales no energéticos. Este es el componente del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) con el mayor contenido importador de todos los componentes principales (energía, alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos) y es probable que sea el más afectado por la evolución de los socios comerciales principales, como China. Este contenido importador implicaría un impacto máximo negativo de 1,5 puntos porcentuales sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos. Como estos bienes representan en torno a una cuarta parte del IAPC, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuiría en 0,4 puntos porcentuales. Estas estimaciones aproximadas no aportan información sobre el tiempo que tardaría en materializarse esta transmisión, dado que una proporción considerable (43 %) de las importaciones procedentes de China son bienes intermedios, y, por tanto, el impacto sobre los precios de consumo puede tardar un tiempo en transmitirse íntegramente.

## 4 Estructura sectorial y efectos reales de la política monetaria

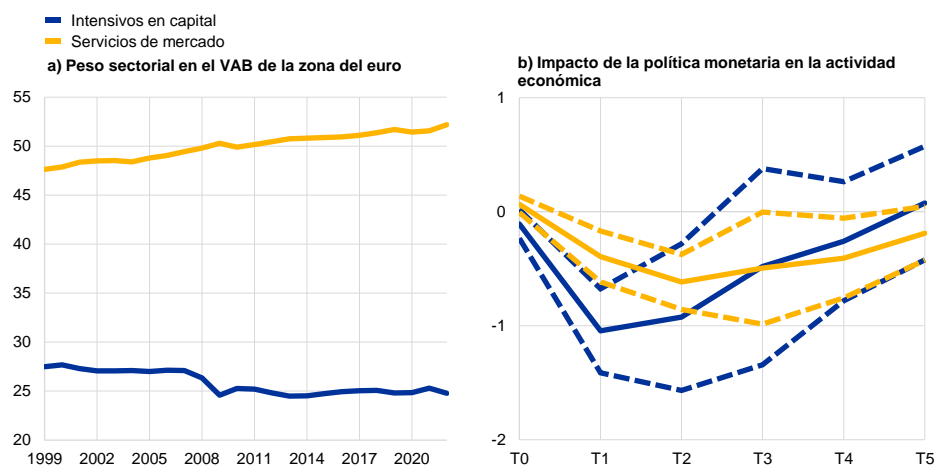
Sebastian Hauptmeier y Fédéric Holm-Hadulla

**El peso de los servicios en la economía de la zona del euro ha aumentado desde la introducción del euro.** Entre 1999 y 2022, el peso de los servicios de mercado en el valor añadido bruto (VAB) de la zona del euro creció alrededor de 4,5 puntos porcentuales, pasando de algo menos del 48 % a más del 52 % (panel a del gráfico A). En el mismo período, el peso en el VAB de la industria (incluidas manufacturas) y la construcción —sectores que suelen considerarse relativamente intensivos en capital— disminuyó en torno a 2,5 puntos porcentuales, desde el 27,5 % hasta el 25 %, aproximadamente.

### Gráfico A

VAB de los sectores intensivos en capital y de servicios de mercado: evolución y respuesta a la política monetaria

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Panel a: el sector de servicios de mercado incluye, entre otros, comercio mayorista y minorista, transporte, servicios de alojamiento y restauración, información y comunicaciones, y servicios financieros e inmobiliarios. Los sectores intensivos en capital incluyen, entre otros, minería, manufacturas, suministro de energía y agua, y construcción. El panel b muestra el impacto de una subida del tipo de interés oficial de 25 puntos básicos a lo largo de un período de cinco años (T0 a T5). Las líneas discontinuas indican intervalos de confianza del 90 %.

**En este recuadro se ofrece un nuevo análisis de si el peso de los servicios en una economía influye en la transmisión real de la política monetaria.** La evidencia empírica sugiere que la composición sectorial del producto afecta al impacto de la política monetaria debido, por ejemplo, a la mayor sensibilidad de los



sectores más intensivos en capital a los tipos de interés<sup>1</sup>. En este análisis se utiliza un desglose geográfico preciso del nivel y la composición de la actividad económica en la zona del euro. Los datos se han extraído de la base de datos ARDECO<sup>2</sup> de la Comisión Europea y se refieren a la desagregación regional más granular disponible (NUTS 3, que corresponde *grasso modo* a ciudades y condados/provincias). La granularidad de los datos ofrece dos ventajas para un análisis econométrico de las implicaciones de un mayor peso de los servicios para la transmisión de la política monetaria. En primer lugar, se pueden incorporar diversos factores distorsionadores que suelen complicar la identificación de los efectos de la política monetaria a escala macroeconómica. En segundo lugar, la variación residual del nivel y la composición de la actividad económica en el ámbito regional sigue siendo sustancial, incluso después de controlar por esos factores macro. Se utiliza el método de proyecciones locales para estimar el impacto dinámico de cambios exógenos en la política monetaria sobre la actividad económica regional<sup>3</sup>.

**El efecto de las variaciones sectoriales observadas sobre la transmisión de la política monetaria se analiza en dos fases.** En la primera, los efectos de la política monetaria sobre el VAB de los servicios se comparan con los efectos correspondientes en las manufacturas y la construcción (sectores intensivos en capital). En la segunda, se estima la interacción entre el peso de los servicios y la transmisión de la política monetaria al VAB total. En la primera fase se comprueba la heterogeneidad de los patrones de respuesta de los distintos tipos de actividad y, de este modo, se analiza si la transmisión de la política monetaria es diferente en unos sectores de la economía y otros. En la segunda fase se muestra la relevancia de esta heterogeneidad a la hora de determinar los efectos reales de la política monetaria, es decir, en qué medida la composición sectorial de la economía afecta a dicha transmisión.

**El impacto de la política monetaria en los servicios es significativo, aunque más débil y lento que en las manufacturas y la construcción.** La respuesta de los servicios es apreciable en el año siguiente a la perturbación de política monetaria y, en el caso de un endurecimiento de 25 puntos básicos, registra un mínimo de alrededor del 0,6 % en el segundo año (línea amarilla del panel b del gráfico A)<sup>4</sup>. Por tanto, la respuesta de este sector es más débil y se produce con más retraso que en las manufacturas y la construcción, donde la respuesta alcanza

---

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, G. Carlini y R. DeFina, «The Differential Regional Effects of Monetary Policy», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80(4), noviembre de 1999, pp. 572-587; y G. Peersman y F. Smets, «The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area», *The Economic Journal*, vol. 115(503), abril de 2005, pp. 319-342.

<sup>2</sup> ARDECO es la «[base de datos regional anual de la Comisión Europea](#)».

<sup>3</sup> Para más detalles sobre los datos y la metodología, véase S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla y K. Nikalaxi, «[Monetary policy and regional inequality](#)», *Working Paper Series*, n.º 2385, BCE, marzo de 2020.

<sup>4</sup> El modelo es simétrico, por lo que los resultados de una relajación de la política monetaria serían análogos.

su mínimo el primer año y se contrae en torno al 1% (línea azul)<sup>5</sup>. La diferencia es verosímil dado el mayor impacto del canal de tipos de interés de la política monetaria sobre las ramas de actividad más intensivas en capital, y es cualitativamente coherente con análisis relacionados a nivel agregado<sup>6</sup>. Al mismo tiempo, las estimaciones confirman que los servicios responden de forma significativa, tanto en términos estadísticos como económicos, a las perturbaciones de política monetaria, lo que refleja el hecho de que: i) los servicios también suelen requerir insumos de capital nada desdeñables, y ii) la política monetaria se transmite también por canales alternativos a la sensibilidad del capital a los tipos de interés<sup>7</sup>.

**Así pues, un mayor peso de los servicios frena la transmisión de la política monetaria a la economía real a corto plazo, pero este efecto moderador es limitado.** En línea con las respuestas heterogéneas entre unos sectores y otros, el impacto de la política monetaria sobre el PIB es más débil cuanto mayor sea el peso de los servicios en la economía (gráfico B). El efecto es estadísticamente significativo durante unos dos años tras la perturbación y, en su punto máximo en el año 2, debilita el impacto real de un endurecimiento de 25 puntos básicos de la política monetaria en alrededor de 1 punto básico por cada punto porcentual que se añade al peso de los servicios. El incremento observado del peso de los servicios en la economía de la zona del euro desde la introducción de la moneda única es de alrededor de 4,5 puntos porcentuales, lo que supone un efecto moderador de 4 puntos básicos, aproximadamente. Este impacto se sitúa por debajo del 10 % de la respuesta máxima del PIB a la misma perturbación<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Una posible limitación es que cada uno de los dos sectores (intensivos en capital y servicios) cubre un conjunto diverso de actividades económicas que, a su vez, pueden responder de forma distinta a la política monetaria. Si se descomponen más estos grupos, los principales resultados descritos en este recuadro se mantienen intactos. No obstante, el desglose más granular disponible públicamente a nivel regional todavía agrupa, por ejemplo, servicios de alojamiento y restauración con transporte y almacenamiento, cuyas intensidades en capital normalmente serían bastante diferentes.

<sup>6</sup> Otros factores también han sufrido cambios importantes desde la introducción del euro y podrían implicar una distinta transmisión entre sectores. Por ejemplo, los mayores niveles de deuda de los hogares podrían haber reforzado el poder de la política monetaria (véase, por ejemplo, Y. Kim y H. Lim, «Transmission of monetary policy in times of high household debt», *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, marzo de 2020).

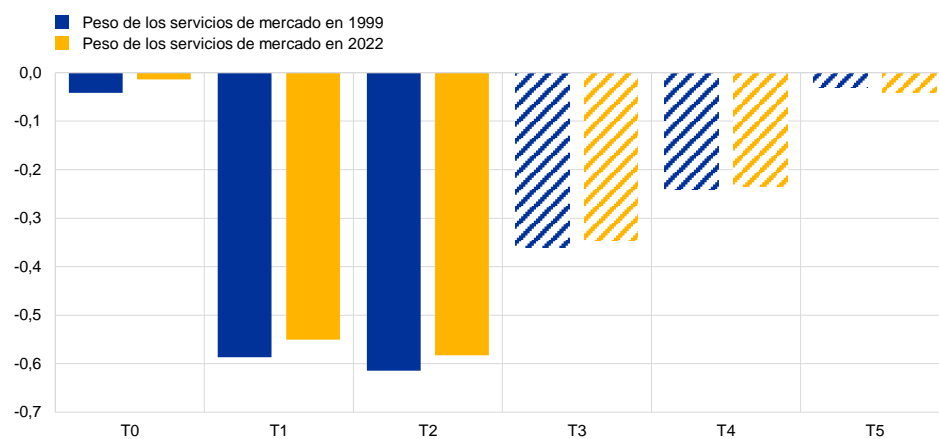
<sup>7</sup> Por ejemplo, la combinación de una competencia imperfecta y de rigideces de precios puede dar lugar a efectos reales de la política monetaria más fuertes en el sector no comercializable (que tiende a estar compuesto fundamentalmente por servicios); véase P. R. Lane, «Inflation in open economies», *Journal of International Economics*, vol. 42(3-4), mayo de 1997, pp. 327-347.

<sup>8</sup> Para más evidencia sobre el limitado papel del peso de los servicios a la hora de determinar la transmisión real de la política monetaria, véase B. Coeuré, «[The rise of services and the transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado en la 21ª Geneva Conference on the World Economy, mayo de 2019.

## Gráfico B

### Efecto de un mayor peso de los servicios sobre la transmisión de la política monetaria

(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra el impacto de una subida del tipo de interés oficial de 25 puntos básicos a lo largo de un período de cinco años (T0 a T5), en función de los pesos de los servicios en 1999 y en 2022. Esto corresponde a la suma del coeficiente de la pendiente del tipo de interés de la política monetaria y el coeficiente de un término de interacción entre dicho tipo de interés y el peso de los servicios. Por lo demás, la especificación es idéntica a la ecuación 1 en S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla y K. Nikalaxi, *op. cit.* Las barras sólidas indican que los efectos son significativos a un nivel de al menos el 10 %.

## 5 Factores determinantes de la evolución reciente de las expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores

Niccolò Battistini y Pedro Neves

### **Las expectativas de actividad empresarial se han deteriorado desde mediados de 2022, y su caída ha sido anterior al debilitamiento del crecimiento económico en la zona del euro.**

Según la encuesta de opinión realizada por la Comisión Europea a las empresas, las expectativas de actividad a corto plazo se han reducido en términos interanuales desde el tercer trimestre de 2022. Este deterioro ha anticipado la ralentización posterior de la actividad económica de la zona del euro, aunque el ritmo de desaceleración ha sido diferente de unos sectores a otros. En este recuadro se analiza un nuevo índice sintético *bottom-up* de expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores. También se examina el papel de los determinantes estructurales del índice a partir de datos desagregados de expectativas y límites a la producción procedentes de la citada encuesta de opinión de la Comisión Europea.

**El índice sintético *bottom-up* de expectativas de actividad empresarial es un buen indicador adelantado del PIB real.** Este índice se calcula como la media ponderada del saldo de respuestas a la encuesta sobre las expectativas de actividad a corto plazo en tres sectores principales: las expectativas de producción a tres meses de las manufacturas, las expectativas de demanda a tres meses de los servicios y la valoración de las carteras de pedidos de la construcción<sup>1</sup>. El índice sintético se mide el primer mes de cada trimestre y muestra una elevada correlación con la tasa de crecimiento interanual del PIB real en el mismo trimestre, como sucede en el caso de índices más amplios como el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea y el índice de directores de compras compuesto de actividad de S&P Global (cuadro A)<sup>2</sup>. A nivel sectorial, cada componente también presenta una fuerte correlación con los datos de valor añadido del sector correspondiente, y estas correlaciones son similares a las mostradas en el cuadro A.

<sup>1</sup> Las ponderaciones se basan en los pesos de cada sector en el valor añadido bruto total tras excluir las actividades de servicios de no mercado (que en la clasificación NACE Rev. 2 se incluyen en las secciones O, P y Q, y corresponden a Administración pública, defensa, educación y actividades sanitarias y de servicios sociales). Una vez reescaladas, las ponderaciones se sitúan en torno al 22 % para las manufacturas, al 7 % para la construcción y al 71 % para los servicios.

<sup>2</sup> En general, los indicadores de sentimiento y de opinión se caracterizan por mostrar una buena correlación con los datos cuantitativos relativos a las tasas de crecimiento interanual. Véase, por ejemplo, la evidencia publicada por M. Camacho y G. Pérez-Quirós en «[Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, número 4, pp. 663-694, mayo de 2010.

## Cuadro A

Correlaciones históricas entre los indicadores de opinión y el crecimiento del PIB real

Coefficiente de correlación	Expectativas de actividad empresarial	Indicador de sentimiento económico	Índice de directores de compras
Del primer trimestre de 1999 al segundo trimestre de 2023	0,76	0,79	0,76
Del primer trimestre de 1999 al cuarto trimestre de 2019	0,87	0,91	0,86

Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: Se calcula la correlación existente entre los indicadores de opinión normalizados en el primer mes de cada trimestre y las tasas de crecimiento interanual del PIB real para el mismo trimestre. Un aspecto relacionado que debe tenerse en cuenta y que no se muestra en el cuadro es que la correlación entre la variación interanual de los indicadores de opinión normalizados y la tasa de crecimiento interanual del PIB real es algo menor en la muestra prepandémica. Sin embargo, ha aumentado desde el inicio de la pandemia, lo que refleja relativamente bien el crecimiento interanual del PIB real en la recuperación posterior a la pandemia.

**Se utiliza un modelo empírico para analizar el impacto de los determinantes estructurales en las expectativas de actividad empresarial.** Se estima un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BSVAR, por sus siglas en inglés) para cada sector y, a continuación, se agregan para cuantificar el impacto de los determinantes estructurales del índice sintético. El modelo incluye medidas de las expectativas de actividad y de precios de las empresas, así como percepciones sobre los factores que limitan la producción —demanda de productos, condiciones financieras, escasez de mano de obra, escasez de materiales o equipos, y otros (relacionados, por ejemplo, con los cambios regulatorios o, más recientemente, la evolución de la pandemia)—. Se emplean restricciones de signo y magnitud para identificar tres perturbaciones de demanda (demanda de productos, condiciones financieras y otras perturbaciones de demanda) y tres perturbaciones de oferta (mano de obra, materiales y otras perturbaciones de oferta)<sup>3</sup>.

**El modelo muestra que las tendencias recientes de las expectativas de actividad empresarial estuvieron determinadas por el deterioro de la demanda, que se vio compensado en parte por la recuperación de la oferta.** Las expectativas de actividad descendieron durante la crisis financiera mundial y la crisis de deuda soberana de la zona del euro, principalmente como consecuencia de factores de demanda (panel a del gráfico A). Más recientemente, en 2020, cayeron por la irrupción de la pandemia, pero se recuperaron en 2021 conforme se reabría la economía (panel b del gráfico A). También en este caso las expectativas se vieron determinadas sobre todo por factores de demanda, aunque los de oferta desempeñaron asimismo un papel importante. Sin embargo, atendiendo a este modelo, las expectativas de las empresas disminuyeron a finales de 2022, debido fundamentalmente a factores de oferta. Esta disminución anticipó la reciente

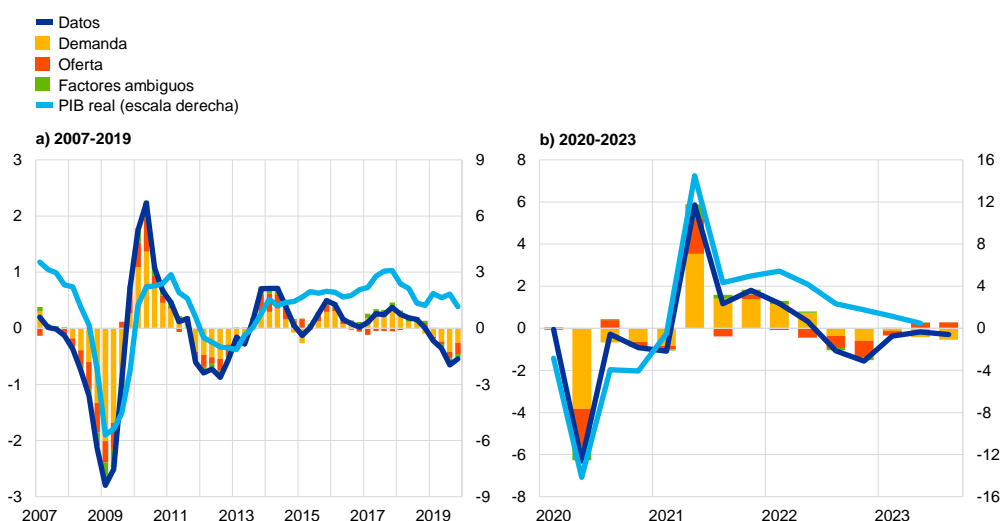
<sup>3</sup> Todas las variables se normalizan primero y después se diferencian. En cuanto a los *shocks* estructurales, la demanda de productos, las condiciones financieras y otras perturbaciones de demanda, que se incluyen en la demanda agregada, elevan la actividad y los precios. La mano de obra, los materiales y otras perturbaciones de oferta, que forman parte de la oferta agregada, aumentan la actividad, pero reducen los precios. Cada perturbación provoca la mayor reducción del límite de cada factor. El modelo BSVAR se estima con selección previa, ajuste de heterocedasticidad por COVID-19 y restricciones de signo y magnitud. Para consultar información detallada sobre la selección previa, véase D. Giannone, M. Lenza y G. E. Primiceri, «Prior Selection for Vector Autoregressions», *The Review of Economics and Statistics*; vol. 97, número 2, 2015, pp. 436-451. Para más detalles sobre el ajuste de heterocedasticidad por COVID-19, véase M. Lenza y G. E. Primiceri, «How to estimate a vector autoregression after March 2020», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio/julio 2022, pp. 688-699.

moderación del ritmo de crecimiento del PIB real. En el período transcurrido del año 2023 (hasta el tercer trimestre), las expectativas empresariales se vieron lastradas por la debilidad de la demanda, lo que se compensó en parte con el impacto favorable de la oferta. Los resultados obtenidos con este modelo atribuyen más importancia a los factores de demanda que otros estudios, en los que se concluye que los factores de oferta tuvieron una mayor influencia sobre la actividad empresarial, sobre todo a raíz de la pandemia en 2020. Esto podría deberse a la aplicación de supuestos de modelización diferentes, al carácter prospectivo de los indicadores basados en expectativas o al hecho de que otros estudios analizaran la economía agregada, más amplia que los sectores abordados en este recuadro<sup>4</sup>.

## Gráfico A

### Determinantes históricos de las expectativas de actividad empresarial

(variaciones interanuales, contribuciones en puntos porcentuales, saldos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: El índice sintético de expectativas de actividad se calcula como la media ponderada de los índices de expectativas de producción y demanda a tres meses de las manufacturas y los servicios, respectivamente, y la valoración de las carteras de pedidos de la construcción. El modelo BSVAR se estima con selección previa, ajuste de heterocedasticidad por COVID-19 y restricciones de signo y magnitud. La muestra se basa en datos de la zona del euro correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el tercer trimestre de 2023. Las últimas observaciones se refieren al tercer trimestre de 2023.

**La descomposición granular basada en el modelo sugiere que el endurecimiento de las condiciones financieras y el debilitamiento de la demanda de productos fueron los factores que más lastraron las expectativas de actividad empresarial en el tercer trimestre de 2023.** En términos interanuales, en dicho trimestre, las expectativas de actividad de las manufacturas y

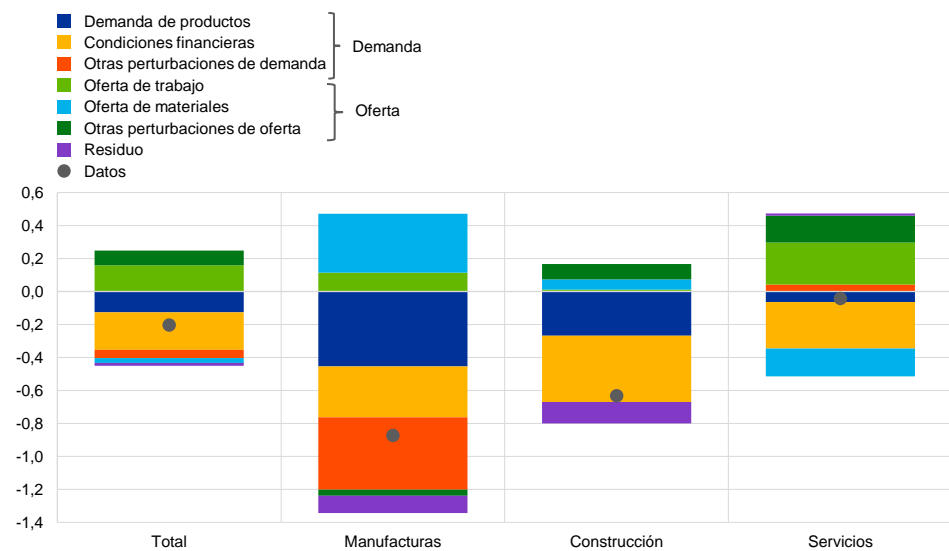
<sup>4</sup> Estas razones —así como las diferencias en el número de variables, el número de perturbaciones restringidas, la muestra considerada y el tratamiento estadístico del período del COVID-19— explican la disparidad con respecto a, por ejemplo, los resultados presentados en el recuadro titulado «A model-based assessment of the drivers of economic activity» del artículo «[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023, y en el recuadro titulado «[Las disrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021. Con todo, los resultados de este recuadro están en consonancia con los presentados en estudios basados en datos prospectivos procedentes de la encuesta de opinión realizada por la Comisión Europea a los consumidores, como los publicados en el artículo «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, 2022.

la construcción registraron un deterioro más acusado que las de los servicios. Ello obedeció principalmente al empeoramiento de las condiciones financieras, que afectó a los tres sectores (gráfico B). Las expectativas también se vieron afectadas por una evolución adversa de la demanda de productos, debido en parte a la continua reducción de existencias en los distintos sectores. Con todo, se vieron respaldadas por la recuperación de la oferta (de materiales en particular) en las manufacturas y la construcción. También se beneficiaron de una evolución favorable de la oferta de trabajo y de otros factores de oferta relacionados con la prolongación de los efectos de la reapertura en el sector servicios<sup>5</sup>.

### Gráfico B

#### Determinantes de las expectativas de actividad empresarial por sectores y descomposición de las perturbaciones en el tercer trimestre de 2023

(variaciones interanuales, contribuciones en puntos porcentuales, saldos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: El índice sintético de expectativas de actividad se calcula como la media ponderada de los índices de expectativas de producción y demanda a tres meses de las manufacturas y los servicios, respectivamente, y la valoración de las carteras de pedidos de la construcción. El modelo BSVAR se estima con selección previa, ajuste de heterocedasticidad por COVID-19 y restricciones de signo y magnitud. La muestra se basa en datos de la zona del euro correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el tercer trimestre de 2023.

#### Un análisis más exhaustivo de los distintos subsectores proporciona información más detallada de la evolución intersectorial.

En el gráfico C se presenta la descomposición basada en el modelo de los principales grupos industriales y servicios de consumo, estimados separadamente de la agregación del índice sintético, para el tercer trimestre de 2023. Todos los grupos de manufacturas se vieron afectados por el endurecimiento de las condiciones financieras, mientras que la baja demanda de productos afectó sobre todo a los bienes intermedios y de equipo (más estrechamente ligados a la inversión) y no tanto a los bienes de

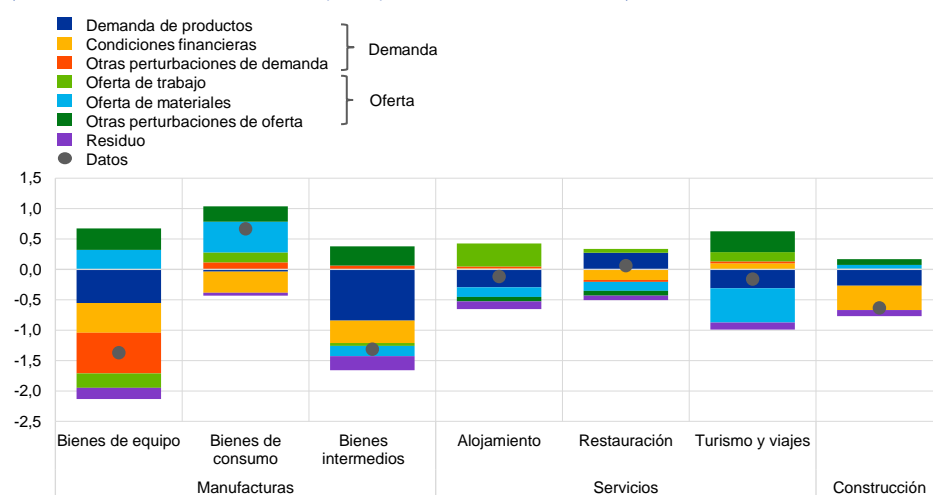
<sup>5</sup> Estos resultados son acordes con los [resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#).

consumo (vinculados en mayor medida al consumo final de los hogares)<sup>6</sup>. El subsector de bienes de equipo también se vio perjudicado por otros factores de demanda, posiblemente relacionados con los obstáculos asociados a la transición ecológica en el sector del automóvil<sup>7</sup>. Los servicios de consumo se beneficiaron del impacto positivo de la oferta de trabajo, principalmente en los servicios de alojamiento, al tiempo que sufrieron los efectos adversos retardados de la escasa oferta de materiales, sobre todo en turismo y viajes.

### Gráfico C

#### Determinantes de las expectativas de actividad por subsectores y descomposición de las perturbaciones en el tercer trimestre de 2023

(variaciones interanuales, contribuciones en puntos porcentuales, saldos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: El índice sintético de expectativas de actividad se calcula como la media ponderada de los índices de expectativas de producción y demanda a tres meses de las manufacturas y los servicios, respectivamente, y la valoración de las carteras de pedidos de la construcción. El modelo BSVAR se estima con selección previa, ajuste de heterocedasticidad por COVID-19 y restricciones de signo y magnitud. La muestra se basa en datos de la zona del euro correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el tercer trimestre de 2023.

**En conjunto, el modelo proporciona un análisis de los factores determinantes de las expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores y de la senda implícita de crecimiento del PIB real en la zona del euro.** Aunque la mejora de los factores de oferta debería respaldar la actividad, el deterioro de las condiciones financieras y la reducción de la demanda en los diferentes sectores ensombrecen las perspectivas de las manufacturas para el tercer trimestre de 2023. De cara al futuro, pese a la mayor resiliencia de las expectativas de los servicios, la disminución gradual de los efectos favorables de la reapertura y el creciente impacto adverso del endurecimiento de las condiciones financieras están haciendo que las expectativas se inclinen a la baja.

<sup>6</sup> En línea con los resultados del modelo, los [resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#) muestran que los productores de bienes intermedios se han visto particularmente afectados por la disminución de la demanda desde principios de 2023, debido a la continua reducción de las existencias a lo largo de la cadena de suministro.

<sup>7</sup> Una descomposición del modelo para el sector del automóvil muestra que este se ha visto afectado por otras perturbaciones de demanda que precedieron a la irrupción de la pandemia y han pasado a ser predominantes desde el inicio de 2023. En el recuadro titulado «[Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022, puede consultarse un análisis más exhaustivo del sector del automóvil.



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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova y Octavia Hedwig Zahrt

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 56 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 25 de septiembre y el 5 de octubre de 2023<sup>1</sup>.

**En conjunto, los contactos describieron un empeoramiento de la actividad, acorde con una leve contracción del producto en el tercer y el cuarto trimestre de 2023, además de una moderación del ritmo de aumento de los precios (gráfico A).** Al igual que en los últimos trimestres, las respuestas acerca de los niveles y el crecimiento de la actividad siguieron siendo muy dispares. Los sectores con una peor evolución mantuvieron su debilidad durante más tiempo de lo esperado, mientras que, en los sectores con un mejor comportamiento, algunos de los motores de crecimiento empezaron a perder potencia. El empleo se mantuvo estable, pero las perspectivas han empeorado ligeramente. Entretanto, el ritmo de avance de los precios siguió moderándose en un contexto de estabilidad de los costes de los insumos, y se esperaba que las presiones salariales continuasen siendo intensas pese a la leve ralentización del crecimiento de los salarios que se anticipaba para 2024.

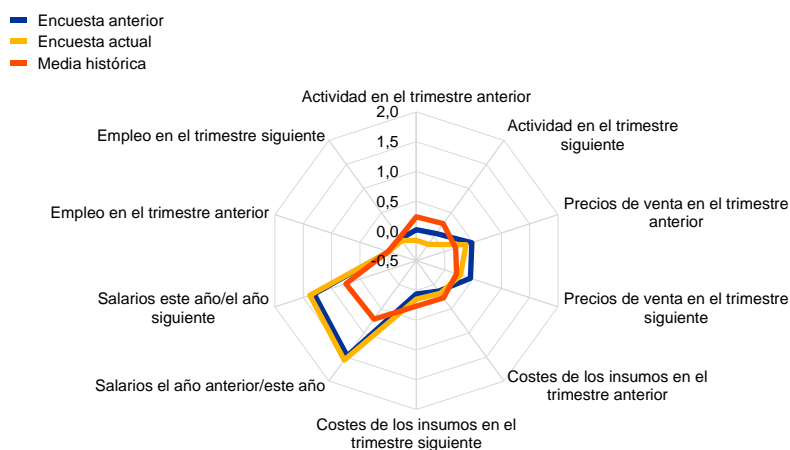
---

<sup>1</sup> 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, 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 al cuarto trimestre de 2023, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al segundo y al tercer trimestre de 2023. 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.

#### En el sector industrial, la actividad seguía siendo débil o se estaba

#### contrayendo en el caso de los bienes intermedios, los bienes de consumo

#### duradero y la construcción. Los contactos indicaron que las ventas de productos

de electrónica de consumo y de bienes duraderos para el hogar se situaban todavía en niveles bajos o estaban cayendo, dado que la demanda se había reducido por la contracción de la renta de los hogares y el hecho de que las compras de estos artículos se habían adelantado durante la pandemia de COVID-19. Esto, unido a una actividad baja y cada vez menor en el sector de la construcción y al actual ajuste de las existencias en algunas partes de la cadena de suministro, se tradujo en una demanda persistentemente débil de muchos bienes intermedios. Los productores y distribuidores de acero, productos químicos y materiales de construcción en particular señalaron una fuerte contracción de su actividad. En las demás ramas del sector manufacturero la actividad mostró mayor capacidad de resistencia. La demanda de la mayoría de bienes de consumo no duradero fue bastante estable e incluso se observaron focos de crecimiento. Asimismo, la producción en los sectores de automoción y de bienes de equipo se mantenía en niveles aún elevados o seguía creciendo porque se estaban atendiendo los pedidos pendientes como consecuencia de la anterior disrupción de oferta. Sin embargo, las carteras de pedidos estaban disminuyendo en algunos sectores, especialmente en el del automóvil, incrementando las perspectivas de que se apliquen recortes en la producción más avanzado el año o a principios de 2024 si la demanda no aumenta.

**La persistente debilidad observada en la demanda de bienes se reflejó en la falta de dinamismo de la actividad en los sectores de transporte y minorista, mientras que el turismo y los servicios digitales continuaron creciendo con**

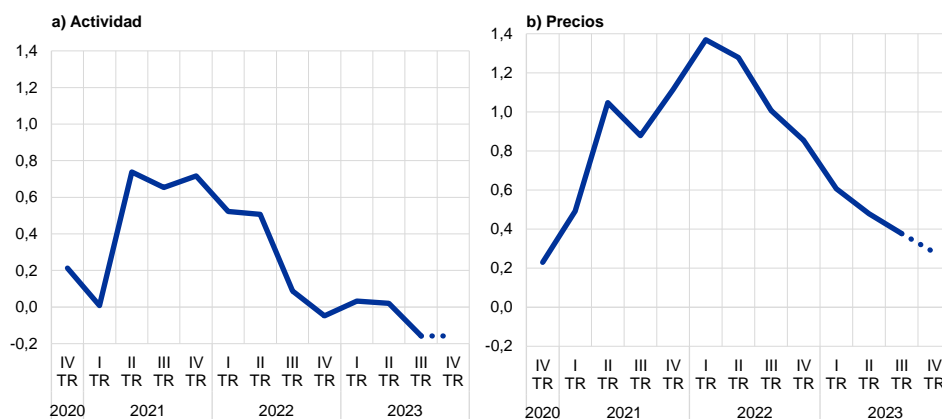
**fuerza.** En las ramas de transporte marítimo, transporte terrestre y almacenamiento, la actividad siguió disminuyendo en el tercer trimestre, dado que muchas empresas continuaron tratando de reducir su capital circulante. Los contactos señalaron que la recuperación de la actividad del transporte mundial que suele ser habitual entre agosto y septiembre como consecuencia del transporte de bienes antes de la época navideña había sido mucho más débil de lo normal. Los establecimientos minoristas de alimentación siguieron indicando que habían reducido su facturación, ya que los consumidores favorecían las tiendas de descuento y los productos más baratos. Con todo, algunos contactos del comercio minorista se mostraban más optimistas sobre la recuperación del gasto en los últimos meses del año, puesto que se espera que los hogares noten cada vez más las subidas salariales. Los contactos de los sectores de turismo y de transporte aéreo de pasajeros señalaron una temporada estival muy positiva, puesto que la actividad turística había igualado o incluso superado sus niveles previos a la pandemia y las restricciones de oferta habían disminuido. En este contexto, el coste más elevado de los viajes de larga distancia favoreció el turismo dentro de Europa. La planificación para 2024 se basaba en el supuesto de que el crecimiento continuará, aunque será más moderado. En los servicios digitales, la actividad siguió avanzando con fuerza, impulsada, en parte, por el creciente deseo de las empresas de implantar soluciones de inteligencia artificial para contener el incremento de los costes laborales, también en el caso de las funciones administrativas que requieren mayor cualificación. Sin embargo, incluso en este sector de rápido crecimiento, algunos contactos indicaron que sufren largos procesos de negociación de ventas y una menor demanda por parte de las empresas nuevas y las de menor tamaño. Según señalaron los contactos, la demanda de servicios de consultoría más tradicionales había disminuido igualmente debido a que los clientes habían dejado algunos proyectos en suspenso.

**En general, los contactos se mostraron bastante pesimistas con respecto a las perspectivas para el resto de 2023 y, en algunos casos, para 2024 (panel a del gráfico B).** Los efectos favorables derivados de la disminución de las restricciones de oferta se moderaron, al tiempo que continuaron los efectos adversos provocados por la contracción de la renta real a causa de la inflación y la subida de los tipos de interés. Por tanto, algunos contactos retrasaron sus expectativas de un repunte significativo de la actividad general hasta la segunda mitad de 2024. A pesar de que muchos contactos estaban pendientes de ellas, las señales de una recuperación agregada del gasto en consumo no se habían materializado todavía.

## 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. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

#### Los contactos describieron un entorno de empleo bastante estable que también mostraba señales de debilitamiento en el futuro.

Muchos contactos señalaron que las empresas actuaron con cautela a la hora de reducir su plantilla incluso en los sectores en los que la actividad estaba perdiendo impulso, ya que no tenía sentido perder a personal cualificado cuando el mercado de trabajo seguía tensionado en muchos países. En numerosos casos, el ajuste del factor trabajo —cuando fue necesario— se realizó, más bien, recurriendo menos a trabajadores contratados a través de agencias de colocación, reduciendo las horas de trabajo o utilizando programas de regulación temporal de empleo financiados por el Estado. Las agencias de empleo indicaron una disminución de la demanda de trabajadores en los sectores manufacturero y logístico en particular. Muchas empresas recortaron, o tenían previsto recortar, la plantilla sustituyendo únicamente a algunos empleados que se jubilaban o dejaban la empresa, especialmente cuando se trataba de operarios y personal administrativo.

#### El crecimiento de los precios de venta continuó moderándose, en promedio, en el tercer trimestre, y también se anticipaba una moderación adicional para el cuarto trimestre (panel b del gráfico B).

Esta imagen global seguía ocultando un alto grado de heterogeneidad que reflejaba distintas condiciones de demanda y de oferta y distintas presiones de costes en unos sectores y otros. Los precios en los sectores en los que la oferta se había ido recuperando para satisfacer la demanda —como las ramas de bienes de equipo, automoción, turismo y viajes— continuaron aumentando en los últimos meses. Sin embargo, la mayoría de los contactos de estos sectores consideraban ahora que la subida de los precios se estaba moderando o que los precios se estaban estabilizando a medida que la demanda y la oferta volvían a equilibrarse. En cambio, la mayor parte de los contactos de los sectores de bienes de consumo no duradero y de la mayoría de los

servicios empresariales y de consumo anticipaban que los precios continuarían creciendo, a medida que los costes de los insumos —particularmente los salariales— se transmitiesen a los precios para mantener los márgenes. Las perspectivas de los precios de los productos agroalimenticios eran dispares, dependiendo de la medida en que se hubiesen resuelto ya las presiones de costes anteriores. No obstante, se esperaba que los precios minoristas de los alimentos descendiesen ligeramente en los meses siguientes. Los contactos de buena parte del sector de la construcción, de bienes intermedios y de bienes de consumo duradero, así como los de la rama de transporte de bienes, señalaron, mayoritariamente, que los precios eran reducidos o estaban cayendo. Ello se debía a la baja demanda y también al descenso o la estabilización de los costes de los materiales como consecuencia de la caída de los precios de muchas materias primas desde el año pasado. Esto último redujo las presiones de costes inmediatas a las que estaban sometidos los sectores intensivos en el uso de insumos.

**Los salarios continuaron creciendo vigorosamente, pero se esperaba una ligera moderación para el año siguiente.** Si se considera una media simple de los puntos medios de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos esperaban que el crecimiento de los salarios descendiera y pasara de alrededor del 5,6 % en 2023 al 4,9 % en 2024. Estas expectativas eran muy similares a las expectativas medias registradas tres meses antes. Aunque el efecto retardado de las negociaciones (plurianuales) anteriores seguía ejerciendo presiones significativas al alza sobre los salarios para el año siguiente, algunos contactos preveían que la disminución de la inflación y las perspectivas de debilidad de la demanda podrían moderar las exigencias salariales o aumentar la capacidad de las empresas para oponerse a ellas.

**El endurecimiento de las condiciones de financiación desde el verano pasado ha tenido un efecto mucho mayor en el sector industrial que en los servicios (panel a del gráfico C).** En esta encuesta se preguntó a los contactos: i) cómo habían afectado los cambios en el coste y la disponibilidad de financiación desde mediados de 2022 a su actividad empresarial en los doce últimos meses, ii) si esperaban que estos cambios tendrían un efecto mayor o menor en la actividad en los doce meses siguientes y iii) cuáles eran los factores principales en los que se basaba su valoración. Las respuestas se repartieron casi por igual entre los contactos que afirmaron que las condiciones de financiación no habían afectado a la actividad de su empresa y los que opinaban que habían tenido un efecto negativo. Los primeros pertenecían, principalmente, al sector servicios, y los segundos al sector industrial. Los que indicaron que las condiciones de financiación más restrictivas no habían afectado a su actividad mencionaron sus sólidas posiciones de tesorería, sus limitadas necesidades de financiación externa, una transmisión lenta de los tipos de interés de mercado al coste medio de la deuda y la persistente disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos a tipos razonables. Dos terceras partes de los contactos del sector industrial afirmaron que el endurecimiento de las condiciones de financiación estaba teniendo un efecto negativo en sus operaciones, bien directamente a través de su financiación o indirectamente como resultado de la reducción de la demanda. Varios contactos señalaron que las entidades de crédito y los inversores institucionales estaban

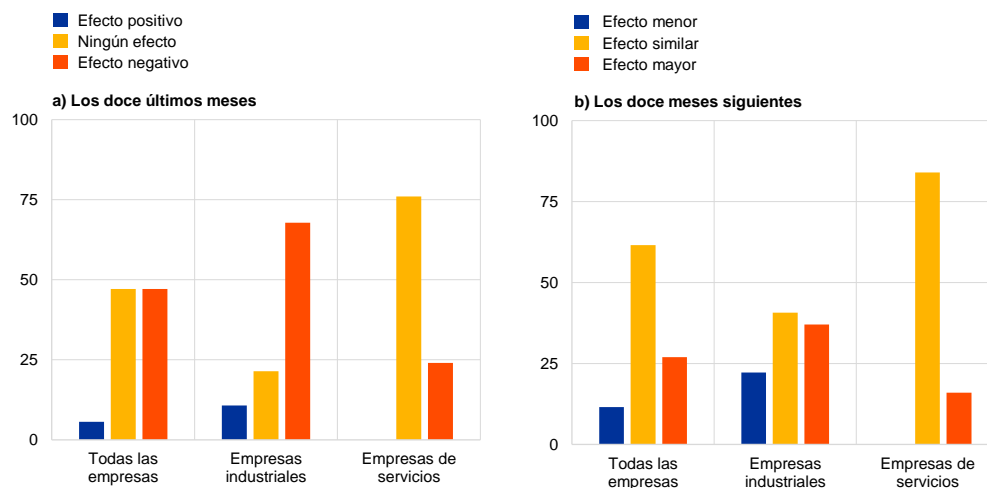
prestando más atención al riesgo de crédito, o que el mayor coste del capital había incrementado la tasa de rentabilidad exigida sobre la inversión. Muchos contactos, especialmente aquellos que pertenecen o que suministran a los sectores de construcción y de bienes de equipo, consideraban que las condiciones de financiación más restrictivas frenaban la demanda de sus productos por parte de los clientes.

**En general, se esperaba que el efecto del endurecimiento de las condiciones de financiación en la actividad se intensificase en los doce meses siguientes (panel b del gráfico C).** La mayoría de los contactos creían que no se produciría ningún cambio significativo en cómo afectarían las condiciones de financiación más restrictivas a la actividad de su empresa en los doce meses siguientes en comparación con los doce meses anteriores. Aquí se incluía una mayoría de contactos del sector servicios, que esperaban que el endurecimiento de las condiciones de financiación no tuviese ningún impacto. De los contactos que señalaron un cambio, el 27 % esperaba que dicho endurecimiento tuviese un efecto mayor en la actividad, mientras que solo el 12 % preveía un efecto menor. Algunos contactos mencionaron una mayor necesidad de acceder a financiación externa a medida que fuera venciendo la deuda actual o que se ejecutaran grandes proyectos de inversión. Otros resaltaron que la demanda futura esperada actúa como el principal motor de la inversión y que las revisiones a la baja de las previsiones debido a la debilidad actual de la actividad significaban que era probable que redujesen su gasto de capital futuro (por ejemplo, alargando en el tiempo las inversiones previstas). Las decisiones de cada empresa dependían del momento en el que se encontraban en el ciclo de inversión. En este contexto, la disrupción causada por la pandemia de COVID-19 y las exigencias de la transición a una economía de cero emisiones netas generaron una heterogeneidad significativa. En las decisiones de inversión también influyeron diversos factores, y para muchas empresas los costes de los insumos, las subvenciones y la incertidumbre regulatoria desempeñan actualmente un papel más importante que las condiciones de financiación.

### Gráfico C

#### Resumen de las opiniones sobre el efecto de los cambios en el coste y la disponibilidad de financiación sobre la actividad de las empresas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Datos basados en conversaciones con 52 contactos, 27 de ellos de empresas del sector industrial y 25 de empresas del sector servicios.

## La inflación de los alquileres en la zona del euro

Rodolfo Arioli, Elena Bobeica, Moreno Roma y Michel Soudan

**El componente de alquileres no suele ser un determinante destacado de la evolución del IAPC de la zona del euro, con una contribución media de 0,1 puntos porcentuales desde 1999.** Si se considera el período transcurrido desde mediados de 2022, se observa que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alquileres reales de viviendas en la zona del euro ha experimentado un repunte notable, aunque más moderado que la subida de los precios de otros servicios. Las preguntas acerca del impacto inflacionista de los alquileres han tenido su origen, en gran parte, en la evolución observada en Estados Unidos, donde la tasa de variación de los precios de los alquileres ha sido un factor clave de la escalada de la inflación tras la pandemia. Al valorar la posibilidad de que los alquileres desempeñen un papel igualmente importante en la dinámica de la inflación de la zona del euro, se han de tener en cuenta cuestiones relacionadas con su medición, así como las diversas especificidades metodológicas y regulatorias de este componente concreto del IAPC.

**La limitada contribución del crecimiento del precio de los alquileres a la inflación subyacente de la zona del euro refleja tanto una dinámica moderada como un peso comparativamente reducido.** En agosto de 2023, la tasa de variación interanual de los precios de los alquileres reales fue del 2,8 %, la más elevada desde la introducción del euro y 1,2 puntos porcentuales por encima de su media de largo plazo en el período 2000-2019. Su peso en la inflación medida por el IAPC excluidos energía y alimentos (IAPCX) de la zona del euro fue de 0,24 puntos porcentuales, 0,1 puntos porcentuales superior a su media de largo plazo (panel a del gráfico A). Esta aportación relativamente reducida de los alquileres a la inflación de la zona del euro contrasta con la situación en Estados Unidos, donde los alquileres reales contribuyeron unas tres veces más (con 0,7 puntos porcentuales) a la inflación subyacente medida por el índice de precios de consumo (IPC) en agosto de 2023, aproximadamente 0,5 puntos porcentuales por encima de su media de 2000-2019. La notable contribución de la subida de los alquileres a la inflación subyacente en Estados Unidos se debe, en parte, a la finalización de la moratoria federal de desahucios. Esta política se introdujo en 2020 en respuesta a la pandemia de coronavirus (COVID-19) y dio lugar a un crecimiento mucho menor de los precios del alquiler en ese país. Tras el levantamiento de la moratoria a finales de 2021, la inflación de los alquileres en Estados Unidos aumentó con fuerza y se situó en el 8,8 % en marzo de 2023. Para agosto se había moderado solo ligeramente, hasta el 7,8 %, manteniéndose muy por encima de su media de largo plazo (alrededor del 3 %).

**Los precios de los nuevos contratos de alquiler, que deberían responder con más rapidez a las fuerzas del mercado, también muestran una ralentización de su crecimiento en la zona del euro.** La información disponible sobre los precios de los nuevos contratos de arrendamiento en la zona del euro es escasa. La evidencia obtenida de datos anuales de Alemania —utilizados con fines ilustrativos (panel b



del gráfico A)— muestra que la evolución de los precios de los nuevos contratos ciertamente es más dinámica que la de los alquileres existentes, sobre todo durante las fases expansivas del mercado de la vivienda<sup>1</sup>. Con todo, en comparación con el mercado inmobiliario residencial de Estados Unidos, los precios del alquiler —así como los de la vivienda— en la zona del euro parecen ser menos sensibles a las fuerzas del mercado<sup>2</sup>. En el país norteamericano, la magnitud y la volatilidad de la dinámica de los nuevos alquileres son mucho más acusadas y siguen de cerca la evolución general del mercado de la vivienda. Esto se debe a la menor regulación de los precios del alquiler en Estados Unidos, donde solo unos pocos estados federales los regulan, mientras que este tipo de medidas son mucho más habituales en la zona del euro.

---

<sup>1</sup> Las estimaciones disponibles para Alemania sugerían que el 10 % de los hogares cambia de vivienda cada año, lo que implicaría que, anualmente, alrededor del 10 % de los precios de los alquileres deberían corresponder a nuevos contratos, sin tener en cuenta los aumentos de la demanda relacionados con el crecimiento de la población.

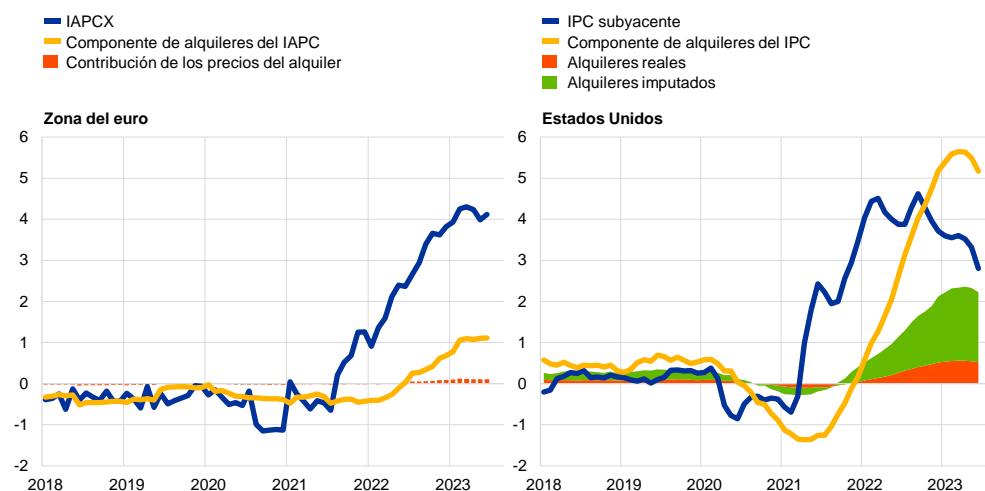
<sup>2</sup> La relación teórica de largo plazo entre los precios de la vivienda y los de los alquileres es difícil de observar en los datos de la zona del euro. Para un análisis, véase el recuadro titulado «[Inflación de los alquileres en la zona del euro desde la crisis](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 4, 2019.

## Gráfico A

### Evolución de los precios del alquiler en la zona del euro, Estados Unidos y Alemania

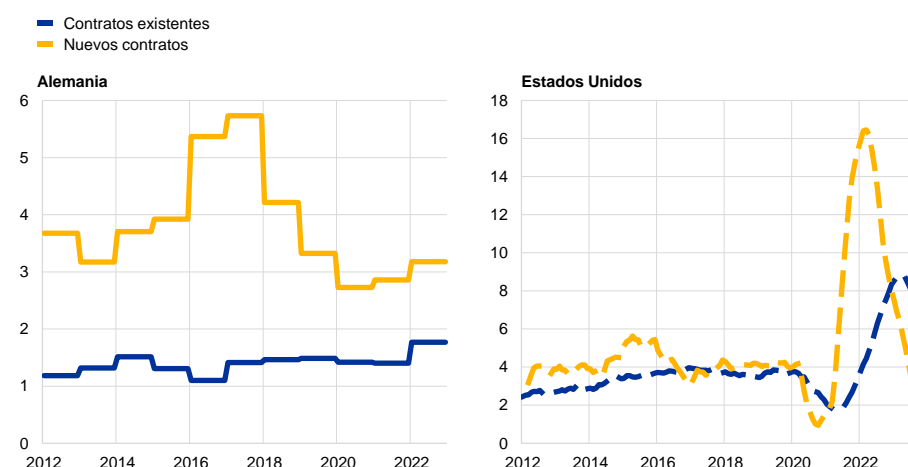
#### a) Inflación, precios del alquiler y contribuciones

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales, ambas relativas a las medias del período 2000-2019)



#### b) Precios de los nuevos contratos de alquiler y de los contratos existentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: los datos más recientes sobre el IAPC y el IPC corresponden a agosto de 2023. Panel b: los datos sobre contratos existentes en Alemania proceden de los cálculos del Deutsche Bundesbank basados en la información facilitada por la Oficina Federal Estadística de Alemania (*Statistisches Bundesamt* – Destatis), y en parte incluyen nuevos contratos. Los datos sobre nuevos contratos de alquiler en Alemania son cálculos ponderados por estas operaciones del Deutsche Bundesbank basados en datos facilitados por bulwiengesa AG. En Estados Unidos, los contratos existentes se basan en el índice mensual del alquiler observado de Zillow (datos desestacionalizados). Los datos relativos a Alemania se refieren a 2022, y los correspondientes al IPC y a los alquileres existentes de Estados Unidos, a agosto de 2023.

**En Estados Unidos, la mayor contribución de los alquileres a la evolución de la inflación también refleja su mayor peso en el IPC y la definición más amplia de «vivienda» (*shelter*). Los alquileres representan menos del 6 % del IAPC total de la zona del euro, solo ligeramente por debajo de su peso (7,5 %) en el IPC de**

Estados Unidos<sup>3,4</sup>. No obstante, en ese país, el componente total de vivienda incluye también los alquileres imputados a la vivienda en propiedad, así como el alojamiento fuera de la residencia habitual. En consecuencia, dicho componente supone el 35 % del IPC, unas seis veces más que el peso de los alquileres en la zona del euro. El alquiler imputado es el precio implícito que tendría que pagar un propietario si residiera en su vivienda en régimen de alquiler. En la zona del euro, la cesta del IAPC no incluye los alquileres imputados, sino solo el gasto real en alquiler, así como los costes adicionales de la vivienda que abonan tanto arrendatarios como propietarios. El porcentaje de viviendas en propiedad es similar en ambas jurisdicciones, de alrededor del 65 %<sup>5</sup>.

**Por lo general, la regulación de los alquileres está más extendida en la zona del euro que en Estados Unidos (gráfico B) y ha aumentado desde la pandemia.** Esto ha tendido a reducir la capacidad de respuesta de los alquileres a variables subyacentes como los precios de la vivienda, los costes de construcción/reforma y la inflación. Además, en algunos países, las viviendas de alquiler social desempeñan un papel importante. Los precios de alquiler de estas viviendas suelen ser más bajos que los de mercado y, a menudo, las modificaciones de los niveles de precios están sujetas a una regulación estricta. De las cinco mayores economías de la zona del euro, los Países Bajos presentan el porcentaje más alto de contratos de arrendamiento a precios reducidos (85 %)<sup>6</sup>. Francia también tiene una proporción elevada de este tipo de contratos. Aunque los índices de control de precios del alquiler disponibles solo proporcionan datos hasta 2019, varios países, Francia y España entre las principales economías, han introducido medidas recientemente para limitar las subidas de precios en un entorno de alta inflación (en la columna 4 del cuadro A se muestra una relación de estas medidas en las economías de mayor tamaño de la zona del euro)<sup>7</sup>. Cuando se retiren las medidas aplicadas, los precios del alquiler podrían incrementarse. Además, en 2020, algunos países introdujeron medidas de apoyo al mercado privado de alquileres en respuesta a la pandemia que van desde moratorias a los desahucios hasta la prórroga de los contratos de alquiler.

<sup>3</sup> El peso de los alquileres en el IAPC varía considerablemente de unos países a otros y fluctúa entre el 9 % en Finlandia y el 0,7 % en Eslovenia, debido a las distintas dimensiones de los respectivos mercados de alquiler.

<sup>4</sup> El componente de alquileres del Índice de Precios de Consumo de Estados Unidos se basa en los precios de los contratos de arrendamiento e incluye cualquier servicio adicional que podría prestar el propietario con arreglo al contrato (por ejemplo, suministros). En la zona del euro, el componente de alquileres reales del IAPC se refiere solo a pagos relacionados con los alquileres reales.

<sup>5</sup> El Sistema Estadístico Europeo aún debe alcanzar un acuerdo sobre una metodología adecuada para incluir los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios en el IAPC. Para un análisis más detallado, véase «[Owner-occupied housing and the harmonised index of consumer prices](#)», *Statistical Working Papers*, Eurostat, 2023. Una estimación preliminar del impacto de incluir los alquileres imputados en el IAPC daría como resultado una media bastante similar a la inflación general oficial para el período transcurrido hasta mediados de 2021; véase el gráfico 8 en «[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, 2021.

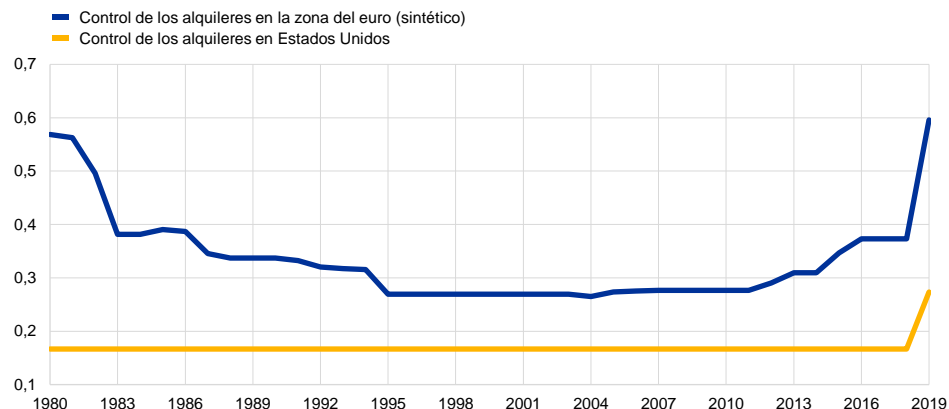
<sup>6</sup> Este porcentaje aumentó de forma significativa a partir de 2021, debido a las modificaciones regulatorias, mientras que la media del período 2013-2020 fue solo del 2,2 %.

<sup>7</sup> El índice de control de precios del alquiler resume la magnitud de las restricciones en la fijación del precio inicial del alquiler, en su actualización y en la traslación de los costes (como los de reforma) a los arrendatarios.

## Gráfico B

### Índice de control de precios del alquiler

(índice)



Fuentes: *Questionnaire on Affordable and Social Housing* (cuestionario sobre vivienda accesible y social) de 2019 de la OCDE, *Rental Market Regulation Index* (Índice de regulación del mercado de alquiler o ReMaln) y cálculos propios.

Notas: El índice va de 0 (sin restricciones) a 1. Un valor más alto del índice indica un mayor control de los alquileres.

### Las modificaciones de los precios del alquiler a lo largo del tiempo se ven afectadas por diversos aspectos metodológicos y regulatorios que hacen que sean menos sensibles a las fuerzas del mercado que otros componentes del IAPC.

En primer lugar, los precios del alquiler suelen ajustarse con menos frecuencia que otros precios, por lo general no más de una vez al año. En segundo lugar, los contratos de arrendamiento generalmente se renuevan con lentitud y con una perspectiva retrospectiva, lo que contribuye a que el crecimiento de los precios del alquiler evolucione de forma especialmente lenta. Desde el punto de vista de la metodología, la frecuencia de recopilación de datos sobre alquileres varía de unos países a otros. En la mayoría de los casos, los precios se muestrean mensualmente, pero en los Países Bajos, por ejemplo, se hace una vez al año (cuadro A). Además, como se ha indicado antes, el componente de alquileres incluye principalmente los alquileres existentes, que tienden a converger con las fuerzas del mercado con retardo. Los precios de alquiler de los alojamientos temporales serían una buena indicación de las presiones del mercado, pero se incluyen en el componente de servicios de alojamiento del IAPC, y no en el de alquileres.

## Cuadro A

Características del mercado de alquiler en las mayores economías de la zona del euro

País	Fuente de los datos	Frecuencia de recopilación de precios	Regulación más reciente relacionada con el «elevado coste de la vida»	Índice de control de precios del alquiler <sup>1)</sup>	Porcentaje del mercado total de alquileres a precios reducidos o gratis <sup>2)</sup>
DE	Encuesta basada en datos del censo de viviendas más reciente	Trimestral <sup>3)</sup>	n/a	0,75	12,6
FR	Encuesta basada en datos del censo de viviendas (mercado libre) o del directorio de viviendas de alquiler en el sector social (viviendas sociales)	Trimestral	Subidas de los alquileres limitadas al 3,5 % hasta marzo de 2024	0,53	57,1
IT	Datos administrativos del Observatorio del Mercado Inmobiliario de la Agencia Tributaria	Trimestral <sup>4)</sup>	No	n/a	35,4
ES	Entrevista personal o telefónica	Mensual	Subidas de los alquileres limitadas al 2 % hasta diciembre de 2023	0,57	35,4
NL	Arrendadores	Anual	No	0,47	86,4

Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

1) El índice de control de precios del alquiler va de 0 (sin restricciones) a 1 (todo tipo de restricciones) según las respuestas al *Questionnaire on Affordable and Social Housing* de 2019 de la OCDE.

2) Se refiere a datos de 2022 de las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC, por sus siglas en inglés).

3) En Alemania, los datos sobre los alquileres mensuales se recopilan una vez al trimestre para los tres meses siguientes.

4) En Italia, la recopilación de datos mensuales comenzó a realizarse regularmente a principios de 2023 de forma paralela a la recopilación de datos trimestrales, y está previsto cambiar a la fuente de datos mensuales en un futuro próximo.

**Aunque existe cierto grado de indexación a la inflación, ese tipo de cláusulas no se utiliza de forma generalizada en todos los mercados privados de alquiler y en todas las jurisdicciones.** En Italia, por ejemplo, solo determinados tipos de contratos están indexados a la inflación. En Bélgica se utiliza un «índice de salud» obtenido del IPC nacional (excluidos tabaco, alcohol y combustibles) para indexar los contratos existentes. Con todo, los contratos de arrendamiento de inmuebles con un nivel bajo de eficiencia energética no se pueden indexar. En Francia y España, las subidas de los alquileres por indexación se han limitado recientemente a un máximo del 3,5 % y el 2 %, respectivamente. En Alemania, los precios del alquiler suelen estar vinculados a un precio de alquiler de referencia de viviendas de calidad similar en la misma localidad que se fija periódicamente (habitualmente, cada cuatro a seis años). En consecuencia, los ajustes son, por lo general, bastante lentos. Sin embargo, en Alemania también existe cierto grado de indexación que se activa cuando se sobrepasan determinados umbrales de variación del IPC. Es probable que los aumentos recientes de la inflación den lugar a que un porcentaje mayor de contratos alcancen esos umbrales.

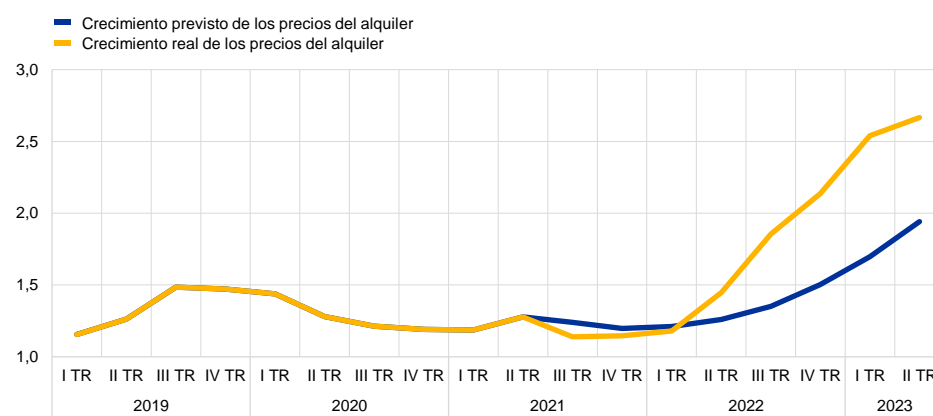
**El crecimiento que han experimentado recientemente los precios del alquiler en la zona del euro es algo más pronunciado que el obtenido de un modelo basado en regularidades históricas.** Un modelo uniecuacional que tenga en cuenta la fuerte inercia de la inflación de los alquileres, incluida la indexación a la inflación pasada y el deflactor de la inversión residencial, habría recogido la tendencia al alza de la inflación de los alquileres a partir del final de 2021, pero

habría subestimado su velocidad e intensidad (gráfico C)<sup>8</sup>. De cara al futuro se plantean dos retos para la elaboración de previsiones de precios del alquiler en la zona del euro: primero, el acusado aumento de la inflación en la última parte de la muestra de estimación y, segundo, la posibilidad de que los países de la zona limiten su transmisión a los precios del alquiler con el fin de preservar la accesibilidad a la vivienda. En líneas más generales, la regulación de los alquileres en un sentido más amplio no se incluye en las variables explicativas de los modelos en forma reducida como el considerado en este recuadro. Por consiguiente, la regulación puede dar lugar a una sobreestimación de la evolución de los precios del alquiler en el futuro.

### Gráfico C

#### Crecimiento previsto y real de los precios del alquiler en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Para una descripción del modelo, véase la nota 8 a pie de página. El modelo se ha estimado para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2021. Las previsiones de precios del alquiler comienzan en el tercer trimestre de 2021. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

**Aunque la inflación de los alquileres varía considerablemente de unas economías a otras de la zona del euro, en la mayoría las tasas más recientes se sitúan en niveles más elevados que hace un año y superan las medias de largo plazo (gráfico D).** Las características idiosincrásicas nacionales de los

mercados de la vivienda de los países de la zona son la causa de la gran diversidad observada en la inflación de los alquileres. En agosto de 2023, las variaciones interanuales fluctuaron entre el 18,3 % en Malta y el -2 % en Estonia (panel b del gráfico D). Estos aspectos idiosincrásicos están relacionados, entre otras cosas, con la normativa nacional, las diferencias en el registro y el muestreo estadístico, la indexación de los contratos de arrendamiento a la inflación (véase más arriba), el tamaño y la profundidad del mercado privado de alquiler en comparación con el

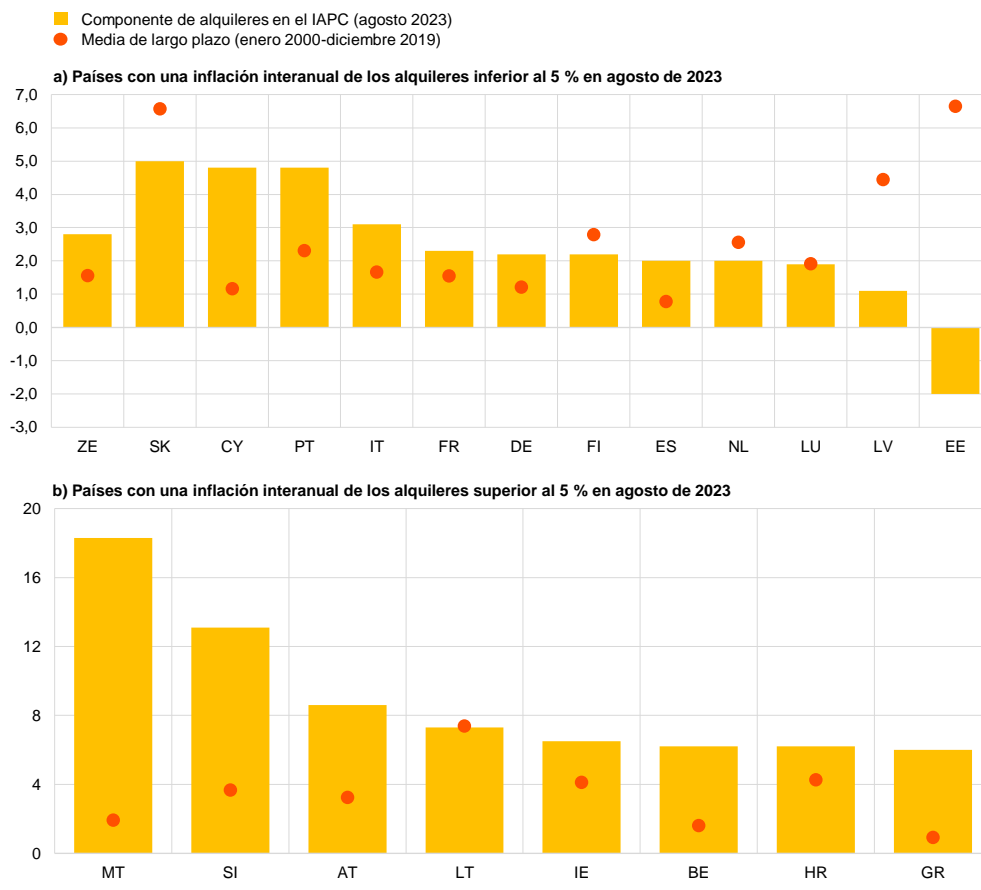
<sup>8</sup> Un ejercicio de evaluación de las previsiones en tiempo real indica que un modelo uniecuacional da unos resultados ligeramente mejores que los obtenidos de un paseo aleatorio hasta seis trimestres vista y mejores que un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) que incluye variables adicionales relacionadas con el mercado de la vivienda. El modelo uniecuacional seleccionado incluye el precio del alquiler con retardo (de un trimestre) y la inflación, así como el deflactor de la inversión residencial (con retardos de cuatro trimestres). La incorporación de los precios de la vivienda empeoró los resultados de los modelos. Las variables seleccionadas se utilizan ampliamente en la literatura sobre proyecciones de los precios de los alquileres; véase, por ejemplo, el Apéndice 2 de la contribución de John Muellbauer al Foro del BCE sobre Banca Central de 2022, «Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macprudential Policy in Europe», BCE, junio de 2022.

porcentaje de alquileres a precios reducidos o gratis, y el tamaño del mercado total de alquiler, que difiere notablemente en los distintos países de la zona del euro.

### Gráfico D

#### Evolución reciente de los alquileres en la zona del euro

(tasas de variación interanual; medias)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el caso de España, la media de largo plazo comienza en enero de 2016, debido a la introducción de cambios en la metodología de recopilación de datos. «ZE» se refiere a la «zona del euro».

### Es probable que las presiones al alza sobre la inflación de los alquileres persistan, aunque algunas características institucionales puedan actuar como factores mitigadores.

Estas presiones son particularmente intensas en la actualidad y están relacionadas tanto con la oferta como con la demanda de vivienda. El aumento de los costes de construcción y de los costes de mantenimiento y reparación de los inmuebles residenciales está contribuyendo a reducir la rentabilidad de la vivienda en propiedad en términos reales. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones de financiación está limitando la oferta de viviendas<sup>9</sup>. En algunos países se observan presiones adicionales debido al creciente número de viviendas en alquiler que se destinan a arrendamientos turísticos por períodos cortos y a la intensa afluencia de trabajadores extranjeros. En cuanto a la

<sup>9</sup> Los costes de los servicios y la reparación de la vivienda se incrementaron un 6,8 %, en términos interanuales, en agosto 2023, mientras que los relacionados con grandes reparaciones y mantenimiento de los propietarios aumentaron un 9,9 % en tasa interanual en el primer trimestre de 2023.

demanda, las anteriores subidas de los precios de la vivienda, junto con unos costes de financiación cada vez más elevados, han reducido la accesibilidad a la vivienda. Esto suele conducir a una mayor preferencia por la vivienda en alquiler que en régimen de propiedad. Pese a las presiones al alza, la fuerte inercia subyacente a los precios del alquiler —debido, en parte, a razones institucionales— implica un ajuste relativamente lento de dichos precios. Esto sugeriría que el riesgo de que se produzcan presiones sobre la inflación subyacente originadas por los mercados de alquiler de la zona del euro es relativamente limitado. Con todo, la situación es distinta en cada país, debido a las importantes idiosincrasias que caracterizan a los respectivos mercados de la vivienda y de alquiler.



# Artículo

## 1 Vigésimo aniversario de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro

Petra Köhler-Ulbrich, Maria Dimou, Lorenzo Ferrante y Conor Parle

### Introducción

**Desde que se publicó por primera vez en 2003, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (BLS, por sus siglas en inglés) ha aportado valiosas indicaciones tempranas para el análisis de las condiciones del crédito bancario en la zona del euro.** La BLS es una de las encuestas del Eurosistema más antiguas y se puso en marcha en 2003 para conocer mejor las condiciones del crédito bancario en la zona del euro<sup>1</sup>. Los criterios de aprobación de los préstamos bancarios, las condiciones reales aplicadas a los nuevos préstamos y la demanda de crédito varían a lo largo del ciclo económico y de política monetaria, y es posible que, en ocasiones, estén determinados por crisis financieras o necesidades de financiación de emergencia. Estas variaciones, que las entidades de crédito indican con detalle en la BLS con frecuencia trimestral, sirven de base para el análisis de los factores que explican las condiciones del crédito bancario y proporcionan indicaciones tempranas de la dinámica de los préstamos bancarios, lo que es importante para evaluar la transmisión de la política monetaria.

**El interés público en la BLS ha crecido de manera significativa a lo largo del tiempo.** Tradicionalmente, la BLS ha interesado más durante crisis financieras y épocas de elevada incertidumbre que en períodos más tranquilos. Además, el interés por la BLS se ha incrementado de forma notable con el tiempo y se ha acentuado especialmente durante el período de endurecimiento de la política monetaria iniciado en 2022, lo que podría reflejar también la relevancia de la información cualitativa para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En concreto, más de 5.000 usuarios visitaron las páginas de la BLS durante la primera semana tras la publicación de la encuesta correspondiente al primer trimestre de 2023, lo que supone un máximo histórico según el análisis del BCE. Además de la BLS, que se centra en la perspectiva de las entidades de

---

<sup>1</sup> El 15 de mayo de 2003, el BCE publicó por primera vez los resultados de su [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) (correspondientes al cuarto trimestre de 2002 y al primer trimestre de 2003), junto con el artículo titulado «[Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2003. La [Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices](#), que es la encuesta sobre el crédito bancario realizada por la Reserva Federal de Estados Unidos, sirvió de modelo para la BLS. La participación en la BLS ha aumentado con el tiempo, dado que se han incorporado otros países a la zona del euro y se han añadido más entidades de crédito para representar de forma adecuada la estructura del sector bancario de la zona.

crédito, otras encuestas del BCE aportan información cualitativa adicional sobre la evolución económica de la zona del euro y complementan la información de la BLS<sup>2</sup>.

**En este artículo se analizan las condiciones de los préstamos bancarios y la demanda de crédito, así como sus propiedades como indicador adelantado del crecimiento de los préstamos y de la actividad económica para las empresas y los hogares de la zona del euro a lo largo del período de existencia de la encuesta, que abarca los veinte últimos años<sup>3</sup>.** En la sección 2 se describen los primeros años de la encuesta (2003-2007). La sección 3 se centra en el período comprendido entre 2008 y 2014, en el que se produjeron la crisis financiera mundial, la crisis de deuda soberana y sus secuelas inmediatas. En la sección 4 se analiza el período de medidas de política monetaria no convencionales desde 2014 hasta 2019. En la sección 5 se examina la BLS durante la pandemia de COVID-19 (2020-2021). La sección 6 se refiere al período de endurecimiento de la política monetaria iniciado en 2022 y en la sección 7 se presentan las conclusiones, con una valoración del papel pasado, presente y futuro de la BLS.

## Conclusiones

**En los veinte últimos años, la BLS ha pasado a ser una herramienta importante para analizar las condiciones de los préstamos bancarios en la zona del euro y para aportar información sobre cómo las decisiones de política monetaria han afectado a la oferta y la demanda de crédito.** La encuesta ha contribuido a comprender mejor las condiciones del crédito bancario en la zona del euro y ha proporcionado indicaciones tempranas de la evolución del crecimiento de los préstamos con algunos trimestres de antelación. Asimismo, ha arrojado luz sobre el impacto de las medidas de política monetaria del BCE en los préstamos bancarios, así como sobre otros factores importantes que afectan a la transmisión a través del canal bancario, como las actuaciones supervisoras o las medidas fiscales. Según la encuesta, las entidades de la zona del euro parecen haber respondido al endurecimiento de la política monetaria que comenzó en 2022 con un endurecimiento neto inmediato y sustancial de los criterios de aprobación de préstamos a empresas y a hogares. Esto contrasta con el endurecimiento tardío de los criterios de concesión en el período de política monetaria más restrictiva que precedió a la crisis financiera mundial, debido a la baja percepción de riesgos. Además, la traslación de las subidas de los tipos de interés del BCE ha provocado una fuerte caída de la demanda de préstamos.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, la «[encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación](#)», que se centra en la perspectiva de las empresas, y la «[encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#)», que pone el foco en la perspectiva de los consumidores.

<sup>3</sup> Para un análisis detallado de los períodos de política monetaria del BCE, véase M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem y J. Yiangou, «Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank», *Oxford University Press*, 2021. Véanse también P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell y S. Scopel, «[The euro area bank lending survey](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 179, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2016, y el artículo titulado «[What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

La BLS sigue evolucionando y adaptándose a las nuevas preocupaciones que afectan a la política monetaria, y así, recientemente se incluyó una nueva pregunta *ad hoc* sobre el impacto del cambio climático en el crédito bancario concedido a las empresas. De cara al futuro, la BLS continuará incorporando nuevos temas de interés para la política monetaria, lo que contribuirá a comprender mejor la evolución del crédito bancario en la zona del euro.

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

© Banco Central Europeo, 2023

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://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 25 de octubre de 2023.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-23-007-ES-N (edición electrónica)