



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 8/2022



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	10
2 Actividad económica	19
3 Precios y costes	28
4 Evolución de los mercados financieros	36
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	42
6 Evolución de las finanzas públicas	52
<b>Recuadros</b>	<b>57</b>
1 Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos	57
2 Croacia adopta el euro	65
3 El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro	71
4 Evolución de los salarios en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia	76
5 El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE	82
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 27 de julio y el 1 de noviembre de 2022	88
7 ¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?	95
8 Implicaciones para la política fiscal de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023	105
<b>Artículos</b>	<b>110</b>
1 El programa de compras de emergencia frente a la pandemia: un primer análisis	110
2 La evolución de los salarios y sus determinantes desde el inicio de la pandemia	113
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

El 15 de diciembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y, sobre la base de la considerable revisión al alza

de las perspectivas de inflación, prevé seguir aumentándolos. En particular, el Consejo de Gobierno estima que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Con el paso del tiempo, mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

Los tipos de interés oficiales del BCE son el instrumento principal del Consejo de Gobierno para fijar la orientación de la política monetaria. En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno también debatió los principios para la normalización de las tenencias de valores mantenidos por el Eurosistema con fines de política monetaria. A partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) descenderá a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre de 2023 y, a partir de entonces, su ritmo se determinará más adelante.

En su reunión de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno anunciará los parámetros detallados para reducir las tenencias del APP. El Consejo de Gobierno reexaminará periódicamente el ritmo de la reducción de la cartera del APP para asegurar que sigue siendo coherente con la orientación y la estrategia general de la política monetaria, para preservar el funcionamiento del mercado y para mantener un firme control sobre las condiciones a corto plazo del mercado monetario. Antes del final de 2023, el Consejo de Gobierno revisará también su marco operativo para dirigir los tipos de interés a corto plazo, lo que ofrecerá información referida al final del proceso de normalización del balance.

En su reunión de diciembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tipos de interés, y prevé seguir incrementándolos significativamente, dado que la inflación continúa siendo excesivamente elevada y se proyecta que se mantenga por encima de su objetivo durante demasiado tiempo. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 10 % en noviembre, ligeramente por

debajo del 10,6 % registrado en octubre. Este descenso se debió principalmente a una bajada de la inflación de los precios de la energía. La inflación de los precios de los alimentos y las presiones inflacionistas subyacentes en el conjunto de la economía han aumentado y persistirán durante algún tiempo. En el contexto de un grado excepcional de incertidumbre, los expertos del Eurosistema han revisado sus proyecciones de inflación sustancialmente al alza. Ahora estiman que la inflación se situará en promedio en el 8,4 % en 2022 y que disminuirá hasta el 6,3 % en 2023, y se espera que la inflación descienda de forma acusada a lo largo del año. Posteriormente, se proyecta que la inflación será, en promedio, del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en promedio en el 3,9 % en 2022, que aumente hasta el 4,2 % en 2023 y que descienda hasta el 2,8 % en 2024 y el 2,4 % en 2025.

La economía de la zona del euro podría experimentar una contracción en el cuarto trimestre de 2022 y en el primer trimestre de 2023, debido a la crisis de la energía, a la elevada incertidumbre, al debilitamiento de la actividad económica mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, si se produjera una recesión, sería relativamente corta y poco profunda. No obstante, se espera que el crecimiento sea moderado en 2023 y se ha revisado considerablemente a la baja en comparación con las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. A más largo plazo, se proyecta que el crecimiento se recupere a medida que los actuales factores adversos vayan desapareciendo. En conjunto, en las proyecciones de diciembre de 2022 se prevé ahora un crecimiento de la economía del 3,4 % en 2022, del 0,5 % en 2023, del 1,9 % en 2024 y del 1,8 % en 2025.

## Actividad económica

Las perspectivas económicas globales se han deteriorado ante la elevada incertidumbre geopolítica, la alta y creciente inflación, y unas condiciones financieras restrictivas. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desacelerará hasta el 2,6 % en 2023, por debajo de su media de largo plazo, y posteriormente experimentará una recuperación gradual y se situará en el 3,1 % y el 3,3 % en 2024 y 2025, respectivamente. Estas perspectivas, al igual que las relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro, se han deteriorado en comparación con las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de demanda todavía relativamente sólida, tensiones en los mercados de trabajo y altos precios de los alimentos, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.

El crecimiento económico en la zona del euro disminuyó hasta el 0,3 % en el tercer trimestre del año. La elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación están frenando el gasto y la producción al reducir la renta real de los hogares e impulsar al alza los costes de las empresas. Asimismo, la economía mundial está ralentizándose, en un contexto de persistente incertidumbre geopolítica, debido en especial a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania y sus ciudadanos, y de endurecimiento de las condiciones de financiación en todo el mundo. El deterioro anterior de la relación real de intercambio, derivado de una subida de los precios de las importaciones más rápida que la de las exportaciones, sigue afectando al poder adquisitivo en la zona del euro.

Por el lado positivo, el empleo aumentó un 0,3 % en el tercer trimestre, y el desempleo registró un nuevo mínimo histórico situándose en el 6,5 % en octubre. La subida de los salarios permitirá recuperar parte del poder adquisitivo, respaldando con ello el consumo. No obstante, es probable que la creación de empleo se ralentice como consecuencia del debilitamiento de la economía, y el desempleo podría crecer en los próximos trimestres.

Las perspectivas para la zona del euro se han deteriorado ligeramente, con un crecimiento más débil y una inflación más elevada y persistente de lo previsto en las proyecciones de septiembre de 2022. Los expertos prevén ahora una recesión breve y poco profunda en la zona del euro en torno al cambio de año. Dado que la guerra en Ucrania continúa produciendo consecuencias económicas que alimentan las fuertes presiones inflacionistas, la confianza de los consumidores y de las empresas se ha mantenido contenida; al mismo tiempo, la renta real disponible se está erosionando y las crecientes presiones de costes están reduciendo la producción, especialmente en los sectores intensivos en energía. Se espera que las repercusiones económicas negativas se vean mitigadas, en parte, por las medidas de política fiscal. Asimismo, dadas las elevadas existencias de gas natural y los actuales esfuerzos para reducir la demanda y sustituir el gas ruso por fuentes alternativas, se espera que la zona del euro evite recortes obligatorios de la producción relacionados con la energía durante el horizonte de proyección, aunque los riesgos de perturbaciones en el suministro energético siguen siendo elevados, en particular para el invierno de 2023-2024. A medio plazo, a medida que se reequilibran los mercados de la energía, se espera que disminuya la incertidumbre y mejoren las rentas reales. En consecuencia, se prevé un repunte del crecimiento económico, respaldado también por el fortalecimiento de la demanda externa y la desaparición de los cuellos de botella en la oferta que aún persisten, pese a que las condiciones de financiación son menos favorables. Se prevé que el mercado de trabajo mantenga una relativa capacidad de resistencia ante la próxima recesión suave, debido a la retención de trabajadores por parte de las empresas en un contexto de escasez de mano de obra todavía significativa. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real experimente una acusada desaceleración, desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,5 % en 2023, y que posteriormente repunte hasta el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022, debido a

sorpresas positivas durante el verano, y a la baja en 0,4 puntos porcentuales para 2023, mientras que para 2024 se mantienen sin cambios.

De acuerdo con las proyecciones de diciembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro empeorará en 2023 y mejorará más adelante, y la deuda pública descenderá durante todo el horizonte de proyección. Tras la mejora estimada para 2022 (del -5,1 % del PIB en 2021 al -3,5 % en 2022), se proyecta que el saldo presupuestario se reduzca hasta el -3,7 % en 2023. Se prevén nuevas mejoras en 2024 y, en menor medida, en 2025, año en que el saldo presupuestario se situaría en el -2,6 % del PIB. No obstante, este porcentaje sigue estando muy por debajo del nivel prepandemia (-0,6 %). Tras un acusado incremento en 2020, se espera que la deuda pública agregada de la zona del euro disminuya durante el horizonte de proyección y que se sitúe en el 88 % del PIB en 2025, nivel aún superior al anterior a la pandemia (84 %). Este descenso se debe principalmente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables como consecuencia del avance del PIB nominal, que compensan con creces los persistentes, aunque decrecientes, déficits primarios.

Las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios aumenten las presiones inflacionistas, lo que haría necesario una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A tal fin, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

## Inflación

La inflación se redujo hasta situarse en el 10 % en noviembre, principalmente como consecuencia del descenso de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que la inflación de los servicios también disminuyó. Sin embargo, la inflación de los alimentos siguió aumentando y se situó en el 13,6 %, debido a que los costes elevados de los insumos utilizados en la producción de los alimentos se transmitieron a los precios de consumo. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas en los distintos sectores, en parte como resultado del impacto de los altos costes energéticos en el conjunto de la economía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación en el 5 % en noviembre, y otros indicadores de la inflación subyacente también registran niveles elevados.

Se espera que las medidas fiscales para compensar a los hogares por la subida de los precios de la energía y de la inflación frenen la inflación durante 2023, pero la aumentarán cuando se hayan retirado. Los cuellos de botella en la oferta se están moderando gradualmente, aunque sus efectos contribuyen aún a la inflación, presionando al alza los precios de los bienes en particular. Lo mismo ocurre con la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia: el efecto de la demanda embalsada, pese a ser cada vez menor, sigue impulsando al alza los precios, especialmente en el sector servicios. La depreciación del euro en 2022 también continúa transmitiéndose a los precios de consumo.

El crecimiento de los salarios está cobrando fuerza, respaldado por la solidez de los mercados de trabajo y por ciertos efectos de recuperación para compensar a los trabajadores por el aumento de la inflación. Dado que se espera que estos factores continúen, las proyecciones de diciembre de 2022 prevén que los salarios crecerán a tasas muy superiores a sus medias históricas y presionarán al alza la inflación durante el horizonte de proyección. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

En el contexto de un grado excepcional de incertidumbre, los expertos del Eurosistema han revisado sus proyecciones de inflación significativamente al alza. No obstante, se prevé que la inflación descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 6,3 % en 2023, y pase del 10 % en el último trimestre de 2022 al 3,6 % en el último trimestre de 2023. Más adelante, la inflación disminuiría hasta una media del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. El descenso de la inflación durante el horizonte de proyección refleja los acusados efectos de base a la baja relacionados con la energía a lo largo de 2023, el impacto gradual de la normalización de la política monetaria del BCE que comenzó en diciembre de 2021, el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento y la disminución esperada de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, en línea con los precios de los futuros, así como el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo se mantendrán ancladas. Se espera que la inflación general descienda hasta el objetivo de inflación a medio plazo del BCE del 2 % en el segundo semestre de 2025, mientras que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se mantendrá por encima del 2 % durante todo el horizonte. Esta persistencia se debe a los efectos indirectos retardados de los elevados precios de la energía y de la acusada depreciación anterior del euro (pese a la ligera apreciación observada recientemente), así como a la solidez de los mercados de trabajo y a los efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a las medias históricas en términos nominales (aunque en términos reales se mantendrán por debajo de los niveles observados antes de la guerra en Ucrania durante todo el horizonte de proyección). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, la inflación general se ha revisado considerablemente al alza para 2022 (en 0,3 puntos porcentuales), 2023 (en 0,8 puntos porcentuales) y 2024 (en 1,1 puntos porcentuales), como consecuencia de las recientes sorpresas al alza en los datos, de una reevaluación de la fortaleza y persistencia de las presiones inflacionistas latentes y de su

transmisión, de un mayor crecimiento de los salarios y de la subida de los precios de las materias primas alimenticias. Estos efectos alcistas compensan con creces el impacto a la baja de los supuestos relativos al descenso de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, la disminución más rápida de los cuellos de botella en la oferta, la reciente apreciación del euro y las perspectivas de crecimiento más débiles. Es importante señalar que las nuevas medidas fiscales adoptadas desde las proyecciones de septiembre de 2022, destinadas en su mayoría a reducir las subidas de los precios de la energía en 2023, moderan la revisión al alza de la inflación en 2023, pero contribuyen significativamente a la revisión al alza en 2024, dado que se parte del supuesto de que muchas de ellas expirarán.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están orientados a la baja, en especial en el corto plazo. La guerra contra Ucrania sigue representando un importante riesgo a la baja para la economía. Los costes de la energía y de los alimentos también podrían mantenerse en niveles persistentemente más elevados de lo esperado. Un debilitamiento mayor del previsto de la economía mundial podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza. A corto plazo, las actuales presiones latentes podrían dar lugar a incrementos más acusados de lo esperado de los precios minoristas de la energía y de los alimentos. A medio plazo, los riesgos se derivan principalmente de factores internos, como el aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE del 2 % o subidas salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía o un debilitamiento adicional de la demanda reducirían las presiones inflacionistas.

## Condiciones financieras y monetarias

Con el endurecimiento de la política monetaria del BCE, la financiación de las empresas y los hogares es cada vez más cara. El crédito bancario a las empresas mantiene su vigor, dado que estas sustituyen los bonos por préstamos bancarios y utilizan el crédito para financiar los costes más elevados de la producción y la inversión. Los hogares solicitan menos préstamos debido al endurecimiento de los criterios de concesión, la subida de los tipos de interés, el empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el descenso de la confianza de los consumidores.

En línea con la estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examina en profundidad dos veces al año la interrelación entre la política monetaria y la estabilidad financiera. El entorno de estabilidad financiera se ha deteriorado desde el último examen realizado en junio de 2022 debido al debilitamiento de la economía y al incremento del riesgo de crédito. Asimismo, las vulnerabilidades

soberanas han crecido en un contexto de empeoramiento de las perspectivas económicas y de las posiciones fiscales. Unas condiciones de financiación más restrictivas reducirían la acumulación de vulnerabilidades financieras y los riesgos de cola para la inflación a medio plazo, a costa de aumentar el riesgo de tensiones sistémicas y de incrementar los riesgos a la baja para el crecimiento a corto plazo. Además, las necesidades de liquidez de las entidades financieras no bancarias también pueden intensificar la volatilidad en los mercados. A su vez, las entidades de crédito de la zona del euro disponen de niveles holgados de capital, lo que contribuye a reducir las consecuencias indirectas que tiene una política monetaria más restrictiva sobre la estabilidad financiera. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa para preservar la estabilidad financiera y abordar las vulnerabilidades a medio plazo.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y, sobre la base de la considerable revisión al alza de las perspectivas de inflación, prevé seguir aumentándolos. En consecuencia, 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 incrementaron hasta el 2,50 %, el 2,75 % y el 2,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de diciembre de 2022. El Consejo de Gobierno estima que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Con el paso del tiempo, mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo hasta el final de febrero de 2023. A partir de entonces, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre de 2023 y, a partir de entonces, su ritmo se determinará más adelante. Por lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEEP), 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 PEEP 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 PEEP que vayan

venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

Dado que las entidades de crédito están reembolsando 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 están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

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 del 2 % a medio plazo. El Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permitirá al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

## 1 Entorno exterior

*Las perspectivas económicas globales se han deteriorado como consecuencia de la elevada incertidumbre geopolítica, de la alta y creciente inflación y de unas condiciones financieras restrictivas. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desacelerará hasta el 2,6 % en 2023, por debajo de su media de largo plazo, y posteriormente experimentará una recuperación gradual y se situará en el 3,1 % y el 3,3 % en 2024 y 2025, respectivamente. Estas perspectivas son peores que las descritas en las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. Las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también han empeorado en comparación con las proyecciones de septiembre. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de demanda todavía relativamente sólida, tensiones en los mercados de trabajo y altos precios de los alimentos, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.*

**A lo largo de 2022, la economía mundial se vio sacudida por varias perturbaciones que frenaron el ritmo de crecimiento y que seguirán lastrando las perspectivas globales.** La guerra de Rusia contra Ucrania continúa desestabilizando los mercados de energía y de materias primas alimenticias y los precios energéticos siguen siendo volátiles, pese a haber descendido desde la publicación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022. Además, la guerra está intensificando la incertidumbre sobre la seguridad alimentaria, en especial en las economías emergentes. En China, la política de COVID cero aplicada hasta ahora, al menos hasta la fecha de finalización de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, así como la recesión del sector inmobiliario residencial, continúan afectando a la actividad. En las principales economías avanzadas, la desaceleración de la actividad económica durante 2022 estuvo determinada por la ralentización de la demanda y por el inicio de un ciclo de endurecimiento a principios del año. La relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia y de los cuellos de botella en la oferta desde la primavera, junto con el descenso de los precios de la energía, sostuvieron la actividad hasta el tercer trimestre.

**Los datos de las encuestas continúan señalando una moderación generalizada de la actividad económica en torno al cambio de año, sobre todo en las economías avanzadas.** Los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuestos globales (excluida la zona del euro) alcanzaron un máximo en junio y desde entonces han seguido una trayectoria a la baja. En noviembre, los PMI retrocedieron aún más por debajo del valor neutral en las economías avanzadas (excluida la zona del euro) y en las emergentes, y tanto en

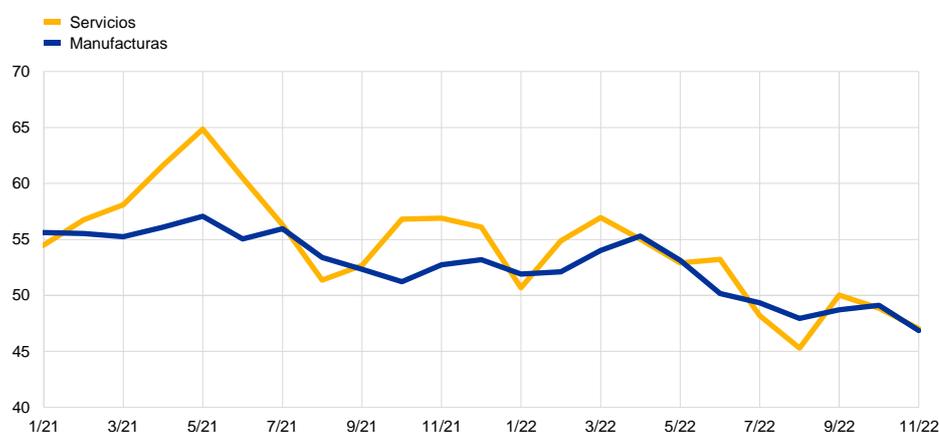
las manufacturas como en los servicios (gráfico 1). Se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se habría desacelerado desde el 1,1 % en el tercer trimestre de 2022 hasta el 0,3 % en el cuarto, como reflejo de unas presiones inflacionistas todavía elevadas y persistentes, y de unas condiciones financieras restrictivas que siguen afectando a la renta disponible de los hogares y los ahorros acumulados durante la pandemia. En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento en el cuarto trimestre se ha revisado a la baja en 0,5 puntos porcentuales, debido a la previsión de crecimiento más débil tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

### Gráfico 1

#### PMI de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

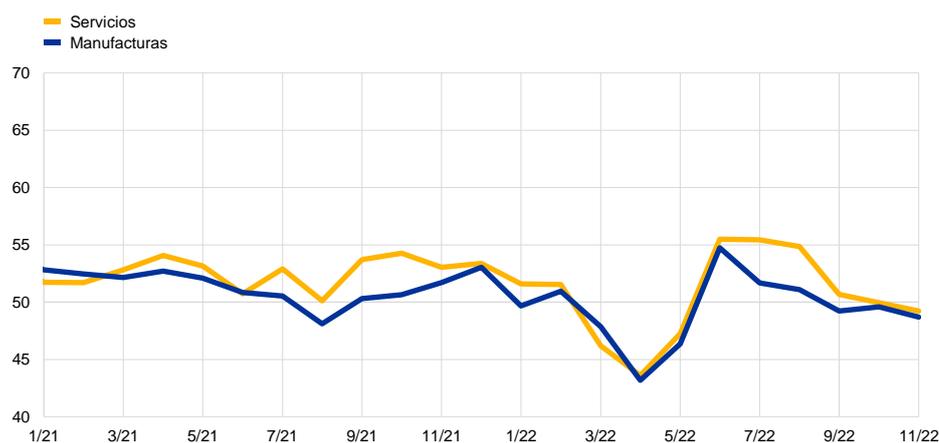
##### a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



##### b) Economías emergentes

(Índices de difusión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

**De acuerdo con las proyecciones, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) descenderá en 2023 antes de recuperarse gradualmente en 2024 y 2025.**

En 2022, el crecimiento del PIB mundial disminuyó hasta situarse en el 3,3 % y se prevé que siga desacelerándose hasta el 2,6 % en 2023, reflejo de una reducción significativa del crecimiento en las economías avanzadas, incluidos Estados Unidos

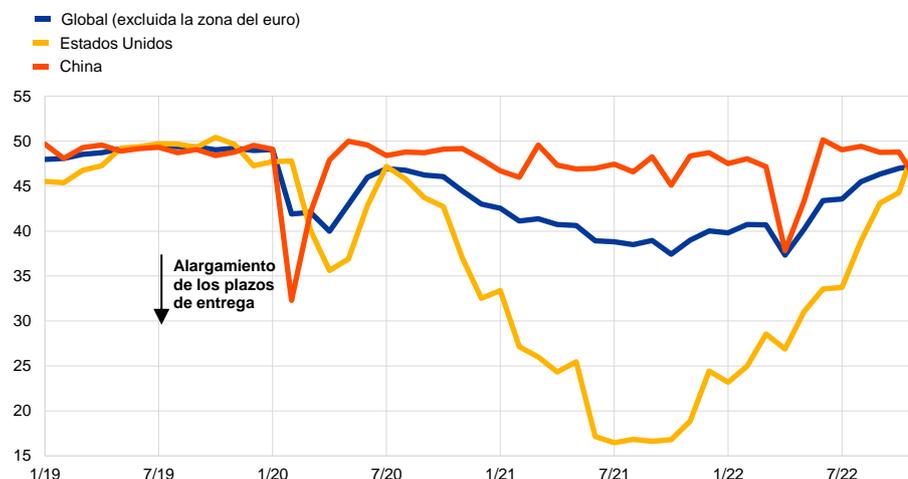
y el Reino Unido. Se espera que algunas economías emergentes resistan mejor los actuales factores adversos en vista de que registran menos vulnerabilidades macrofinancieras que en ciclos de endurecimiento anteriores, en particular en términos de inflación más baja, menor exposición a deuda denominada en dólares estadounidenses y menos desajustes en los tipos de cambio. No obstante, sigue observándose una heterogeneidad considerable incluso dentro este grupo y las perspectivas continúan siendo frágiles para algunos países, como China, debido a las dificultades que está atravesando el sector inmobiliario residencial y al reciente repunte de los contagios por coronavirus (COVID-19). El menor ritmo de crecimiento de los países latinoamericanos y el agravamiento de la recesión en Rusia, pese a otra revisión sustancial al alza del crecimiento, en especial para 2022, están frenando las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se ha revisado al alza (+0,4 puntos porcentuales) para 2022, pero a la baja para 2023 (-0,4 puntos porcentuales) y 2024 (-0,3 puntos porcentuales).

**Se espera que el debilitamiento de la actividad de las manufacturas afecte al comercio mundial en torno al cambio de año.** El comercio mundial mantuvo una capacidad de resistencia relativa en la primera mitad de 2022, ya que los factores adversos generados por la guerra de Rusia en Ucrania y la persistencia de cuellos de botella en la oferta se vieron parcialmente compensados por la recuperación de los servicios de turismo y transporte tras la retirada de las medidas de contención del COVID-19. El dinamismo del comercio global de mercancías (excluida la zona del euro, medido por las tasas de variación intertrimestral) lleva frenándose desde julio, como consecuencia del escaso crecimiento de las economías avanzadas. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores, que es un indicador más adelantado del comercio mundial, también permaneció en terreno negativo. Las presiones en las cadenas de suministro siguen disminuyendo de forma gradual, aunque los desarrollos relacionados con el COVID-19 en China representan un posible riesgo a la baja, en particular a corto plazo. En noviembre, el PMI global (excluida la zona del euro) de plazos de entrega de los proveedores siguió mejorando y se situó en 47,3, y en Estados Unidos aumentó por encima del umbral de expansión (+50), mientras que en China retrocedió de 48,7 a 45,4 (gráfico 2), debido fundamentalmente a que las medidas de contención volvieron a endurecerse en noviembre ante un repunte de los contagios por COVID-19. Con todo, la situación continúa sujeta a una incertidumbre elevada, ya que las autoridades comenzaron a relajar las medidas citadas a principios de diciembre y están considerando la introducción de una nueva ronda de medidas para luchar contra el virus.

## Gráfico 2

### PMI de plazos de entrega de los proveedores

(Índice)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

### Las perspectivas de crecimiento del comercio internacional se han deteriorado en línea con las proyecciones relativas a la actividad global.

Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) aumentaron un 5,6 % en 2022, pero se espera que su crecimiento se reduzca hasta el 1,9 % en 2023, que repunte hasta el 3,3 % en 2024 y que se mantenga estable en 2025. La demanda externa de la zona del euro, que habría aumentado un 6 % en 2022, se desaceleraría de forma acusada en 2023, hasta el 1,2 %, debido a las peores perspectivas de crecimiento de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro. Para 2024 y 2025 registraría un avance de alrededor del 3 %, acorde con la evolución de las importaciones mundiales. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en 2022, con el fin de reflejar una dinámica del comercio más intensa de lo previsto anteriormente en varias economías avanzadas y en países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro en el segundo trimestre. Esta demanda se ha revisado a la baja para 2023 y 2024, en consonancia con una expansión más débil de la actividad. En 2023, estas revisiones se compensan parcialmente con la mejora de las perspectivas comerciales de Rusia, pese a la fuerte corrección a la baja del peso de este país en la demanda externa de la zona del euro<sup>1</sup>.

### Las presiones inflacionistas mundiales siguen siendo elevadas y generalizadas, debido a una demanda todavía relativamente sólida, a las

<sup>1</sup> Aunque las ponderaciones de la demanda externa de la zona del euro suelen actualizarse utilizando medias móviles de varios años, se ha aplicado una reducción *ad hoc* —del 2,9 % al 1,5 %— del peso de Rusia a partir del primer trimestre de 2023, basada en datos comerciales del segundo trimestre de 2022, para tener en cuenta que las relaciones comerciales con la zona han disminuido de forma acusada y el hecho de que el escenario de referencia parte del supuesto de que las sanciones seguirán vigentes durante todo el horizonte de proyección.

tensiones en los mercados de trabajo y a los altos precios de los alimentos, mientras que las presiones inflacionistas relacionadas con la energía han empezado a moderarse conforme los precios descienden. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual aumentó hasta situarse en el 8,3 % en octubre, desde el 8,2 % de septiembre, impulsada por la subida de los precios de los alimentos<sup>2</sup>. El avance de la inflación general (excluida Turquía) se ralentizó por quinto mes consecutivo y se situó en el 5,9 % (tasa de crecimiento intertrimestral anualizada), prolongando la tendencia de moderación de las presiones inflacionistas (gráfico 3). Se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro sigan siendo elevados a corto plazo, pero posteriormente descenderían a medida que los precios de las materias primas bajen y las presiones latentes se relajen. Esta evolución es ligeramente peor que la prevista en las perspectivas a corto plazo de las proyecciones de septiembre de 2022 debido al impacto de unos supuestos de precios más bajos de las materias primas y de menores presiones latentes internas en los países competidores de la zona del euro.

---

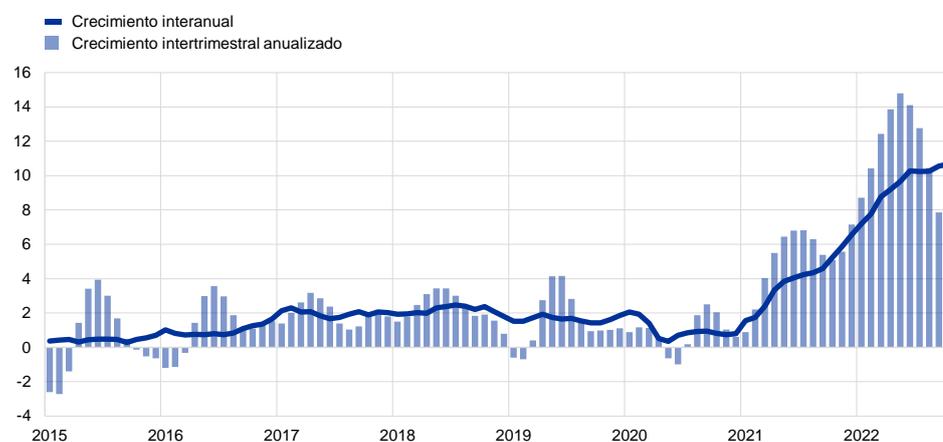
<sup>2</sup> Los datos de inflación de los países de la OCDE no incluyen a Turquía porque puede considerarse que este país, en el que la inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el 85,5 % en octubre de 2022, es un caso atípico entre los países miembros.

### Gráfico 3

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

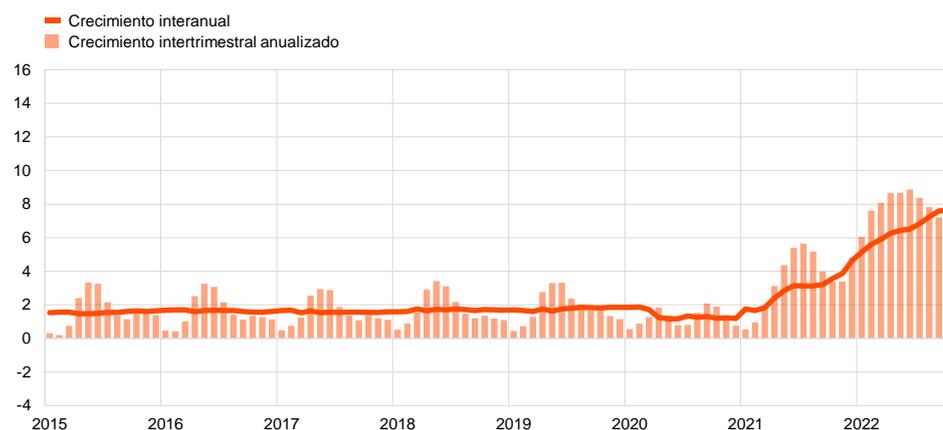
##### a) Inflación general

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



##### b) Inflación subyacente

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados de la OCDE que se muestran en los paneles se han calculado excluyendo a Turquía. En los países de la OCDE, incluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 10,7 % y el 7,6 %, respectivamente, en octubre, frente al 10,5 % y el 7,6 % de septiembre. La inflación subyacente excluye la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

#### Los precios del petróleo y del gas han disminuido con respecto a las proyecciones de septiembre de 2022.

Las presiones a la baja sobre los precios del petróleo estuvieron relacionadas con la menor demanda de crudo en un contexto de desaceleración económica mundial y confinamientos en China. La caída de la demanda compensó la reducción de los objetivos de producción del grupo de países que integran la OPEP+ en noviembre, mientras que todavía hay una incertidumbre considerable sobre los efectos del embargo de la UE y el tope a los precios del petróleo ruso impuesto por el G-7 el 5 de diciembre. El descenso de los precios europeos del gas reflejó unas condiciones meteorológicas muy suaves en octubre y principios de noviembre, lo que unido a la caída de la demanda de gas industrial y a los esfuerzos por sustituir el gas ruso realizados durante 2022, contribuyó a que los depósitos de almacenamiento de la UE estuvieran casi llenos a mediados de noviembre. No obstante, en consonancia con

los anteriores precios de los futuros, los precios del gas experimentaron un repunte parcial a partir de la segunda mitad de noviembre, debido a la bajada de las temperaturas en Europa, y los elevados precios de los futuros durante 2023 señalan importantes riesgos de suministro. Los precios de las materias primas alimenticias también han descendido, principalmente como consecuencia de la reducción del precio del café en un contexto de mejora de las previsiones de oferta de Brasil en 2023, mientras que los del trigo y el maíz han mostrado volatilidad por la incertidumbre en torno a la disposición de Rusia a mantener abierto el corredor del Mar Negro para las exportaciones de cereal de Ucrania. Los precios de los metales aumentaron porque la preocupación por el suministro contrarrestó los efectos de la desaceleración económica mundial, mientras que la relajación gradual de algunas medidas de contención relacionadas con el COVID-19 en China impulsó los precios de los metales hacia el final del período considerado pese a la incertidumbre todavía elevada acerca de las perspectivas de crecimiento de este país.

**Las condiciones financieras globales prácticamente no han cambiado desde las proyecciones anteriores y siguen siendo restrictivas.** Inicialmente, las condiciones financieras se endurecieron en las economías avanzadas y en las emergentes. Como resultado de las nuevas sorpresas al alza de los datos de inflación, los bancos centrales mantuvieron un ritmo rápido de endurecimiento de la política monetaria, lo que se plasmó en aumentos de los rendimientos de los bonos y en bajadas continuas del precio de los activos de riesgo. Sin embargo, después de que el Índice de Precios de Consumo de Estados Unidos fuera más bajo de lo esperado, el clima de los mercados cambió al descontarse una senda más gradual de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, lo que incrementó la percepción de riesgos en todo el mundo. En consecuencia, las condiciones financieras se relajaron ligeramente cuando los rendimientos de los bonos a largo plazo descendieron, los diferenciales se estrecharon y los precios de las acciones repuntaron. Como resultado, en conjunto, las condiciones financieras apenas variaron durante el período considerado, pero siguen siendo restrictivas.

**La economía estadounidense volvió a crecer después de dos trimestres de contracción moderada, pero la demanda interna siguió siendo débil.** La demanda exterior neta y la inversión no residencial fueron las principales fuentes de crecimiento en el tercer trimestre. De cara al futuro se prevé que la demanda interna continúe falta de dinamismo, ya que la elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras siguen mermando la renta disponible real de los hogares y frenando el consumo privado, mientras que se espera que el acusado descenso del número de viviendas iniciadas asociado a la menor accesibilidad a la vivienda y a la subida de los tipos de interés hipotecarios lastre la inversión residencial. En octubre, la inflación general disminuyó más de lo previsto, hasta el 7,7 %, y aunque todavía es históricamente elevada, se considera que ha alcanzado un máximo, ya que los índices de precios de la energía y de los alimentos continuaron moderándose. La inflación subyacente interanual se redujo hasta el 6,3 %, pero se espera que siga siendo más persistente en 2023, debido a las presiones al alza procedentes de la tasa de variación de los precios de los servicios (por ejemplo, alquileres elevados).

**En China, los cambios en las políticas relacionadas con el COVID-19 y la actual debilidad del sector inmobiliario residencial están afectando a la actividad económica.** Inicialmente, la economía repuntó en el tercer trimestre de 2022 conforme las medidas de contención del COVID-19 se fueron retirando gradualmente tras la ola de contagios que se produjo en abril y mayo. Ese trimestre, el crecimiento económico se vio respaldado por la recuperación del consumo y la inversión que, pese a la prolongada debilidad del sector inmobiliario, repuntaron gracias a los estímulos fiscales. No obstante, en diciembre, el Gobierno chino modificó inesperadamente su política de COVID cero y levantó la mayoría de las restricciones asociadas a la pandemia. Como resultado, los contagios han aumentado con rapidez y la actividad probablemente se ralentice en el corto plazo. En adelante, se prevé que la falta de dinamismo de la actividad continúe durante el horizonte de proyección en un contexto de contracción más duradera de la inversión residencial y evolución incierta de la pandemia. Se espera que el crecimiento del PIB real en 2022 no alcance el objetivo de las autoridades del 5,5 % por un margen significativo. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado notablemente a la baja para 2023 y 2024. Las presiones sobre los precios de consumo siguen siendo moderadas.

**En Japón, el PIB real experimentó una contracción inesperada en el tercer trimestre de 2022 y se espera que vuelva a crecer en el cuarto trimestre.** El PIB real cayó de forma inesperada en el tercer trimestre, debido a la fortaleza de las importaciones, mientras que la demanda interna continuó siendo relativamente sólida, favorecida por la retirada de las medidas de contención relacionadas con la pandemia. Se prevé que el PIB real crezca en el último trimestre de 2022 en un contexto de reapertura continua de la economía, así como de aumento del gasto en servicios y del apoyo que están proporcionando las políticas. Según las proyecciones, el crecimiento se reducirá ligeramente durante el horizonte de proyección, ya que la contribución de la demanda exterior disminuiría de forma significativa en un entorno de moderación de la demanda mundial. La inflación general interanual se incrementó considerablemente durante 2022, debido a la subida de los precios de los alimentos y la energía y a la finalización de los efectos de base negativos. Aunque es probable que la inflación permanezca en torno a los niveles actuales en el corto plazo, en 2023 descendería de manera gradual, a causa de la bajada de los precios de las materias primas y de unas presiones internas latentes limitadas.

**En el Reino Unido, las perspectivas de evolución de la actividad real siguieron debilitándose tras la desaceleración del PIB en el tercer trimestre.** La elevada inflación de los precios de consumo, el aumento de los costes de los préstamos hipotecarios y unas condiciones financieras restrictivas están lastrando de forma notable el consumo y la inversión privada. Las medidas fiscales anunciadas en noviembre incrementarán ligeramente el déficit presupuestario a corto plazo, pero a medio plazo contribuirán a la consolidación fiscal. Actualmente se espera que la economía experimente una contracción entre el tercer trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2023. Al mismo tiempo, en el mercado de trabajo continúan observándose tensiones y la generalización de las presiones salariales está

contribuyendo a la persistencia de la inflación interna. La subida de los precios de la energía intensificaría la inflación de los precios de consumo hasta el cuarto trimestre de 2022. Se espera que la inflación registre un máximo de alrededor del 11 %, considerablemente por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2022, gracias al apoyo proporcionado por el Gobierno para garantizar el precio de la energía.

**En Rusia, la economía entró en una recesión grave en 2022.** El PIB real se desaceleró de forma notable en el segundo trimestre y se mantuvo casi un 5 % por debajo del nivel previo a la invasión de Ucrania en el tercero, de modo que ahora Rusia está sumida en una grave recesión. La caída de las exportaciones ha sido más moderada de lo anticipado previamente, mientras que las importaciones han disminuido de forma significativa, en especial las de países que han impuesto sanciones. Se espera que la economía siga contrayéndose al final de 2022 y en 2023, ya que las sanciones tienen un impacto cada vez más negativo en la capacidad de producción, el comercio internacional y la demanda interna de Rusia. Tras experimentar una disminución progresiva en los últimos meses, la inflación continuaría siendo elevada en el corto plazo y el retorno al objetivo del 4 % del Banco de Rusia sería solo gradual y se alcanzaría hacia el final del horizonte de proyección.

## 2 Actividad económica

*El crecimiento intertrimestral del PIB se desaceleró hasta el 0,3 % en el tercer trimestre de 2022, tras registrar un avance vigoroso en la primera mitad del año conforme la economía se reabría y los cuellos de botella en la oferta comenzaban a disminuir. Desde entonces, la elevada incertidumbre sobre las repercusiones adicionales de la guerra en Ucrania para la economía, la preocupación sobre posibles interrupciones en el suministro de energía y las fuertes presiones inflacionistas han lastrado de manera creciente el gasto y la producción internos. Estos factores, unidos al aumento de los costes de financiación y a la ralentización del crecimiento mundial, habrían seguido limitando la actividad de la zona del euro en el cuarto trimestre y se espera que continúen haciéndolo en la primera parte de 2023. Con todo, es probable que la contracción de la actividad sea relativamente breve y poco profunda, y que se vea moderada por la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, el considerable nivel de ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y la adopción de medidas fiscales adicionales para amortiguar el impacto del encarecimiento de la energía sobre los consumidores y las empresas en el corto plazo. A más largo plazo, a medida que la incertidumbre disminuya, los mercados de la energía se reequilibren, los cuellos de botella en la oferta se resuelvan y las rentas reales empiecen a mejorar, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se recupere gradualmente a partir de la segunda mitad de 2023.*

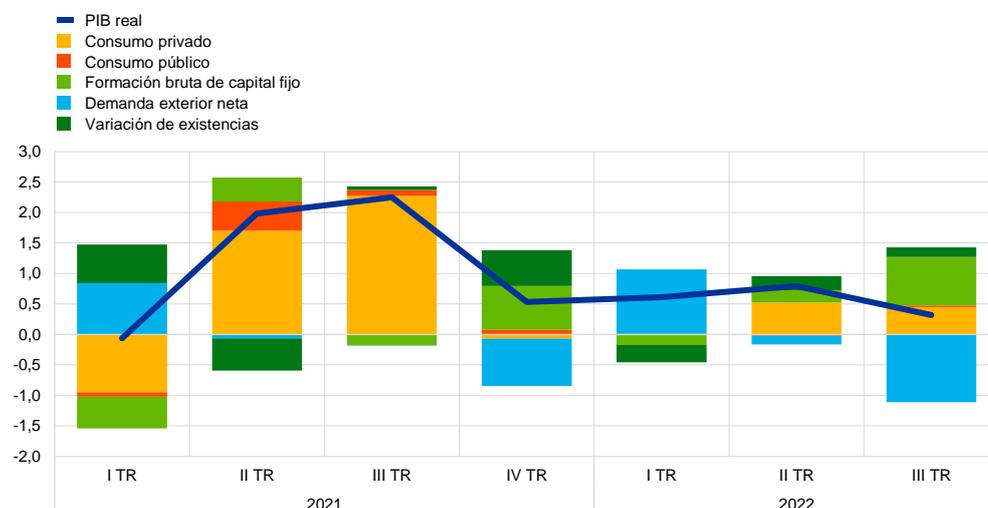
*Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022 prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 3,4 % en 2022, el 0,5 % en 2023, el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, las perspectivas se han revisado al alza para 2022 (debido principalmente a sorpresas positivas en los datos durante el verano) y a la baja para 2023, y se mantienen sin cambios para 2024.*

**La actividad económica se ralentizó de forma acusada en el tercer trimestre de 2022, tras registrar un fuerte avance en la primera mitad del año.** La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se desaceleró hasta el 0,3 % en el tercer trimestre tras situarse, en promedio, en el 0,7 % en el primer y el segundo trimestre del año. Esta desaceleración obedeció, sobre todo, al importante lastre derivado de la demanda exterior neta, mientras que la demanda y la producción internas, que se habían visto favorecidas por la variación de existencias, contribuyeron de forma positiva al crecimiento en el tercer trimestre (gráfico 4). El consumo mantuvo su fortaleza, gracias a la pujanza del consumo privado de servicios, que compensó con creces la contribución negativa del consumo de bienes, y a la modesta aportación adicional del consumo público. La inversión pareció aumentar con fuerza, a un ritmo intertrimestral del 3,6 %, pero esta evolución tuvo su origen fundamentalmente en el extraordinario crecimiento de los productos de propiedad intelectual (PPI) en Irlanda. El dinamismo de la inversión empresarial en activos fijos se frenó de forma evidente y la inversión en construcción siguió disminuyendo. La contribución de la demanda exterior neta a la expansión del PIB real fue

negativa, dado que las importaciones crecieron más que las exportaciones, de nuevo debido, en parte, a la evolución observada en Irlanda. El desglose del valor añadido muestra la continuación del sólido crecimiento de la industria excluida la construcción y los servicios, mientras que la producción de la construcción volvió a descender. Los datos de encuestas y la evidencia anecdótica relativos al tercer trimestre de 2022 sugieren que, habida cuenta de la caída de nuevos pedidos, es probable que gran parte de la aparente fortaleza de la industria obedezca a la reducción de los cuellos de botella en la oferta, que ha ayudado a que los fabricantes puedan afrontar la importante acumulación de pedidos pendientes (sobre todo en el sector de vehículos de motor), más que a un fortalecimiento de la demanda. En cuanto a los servicios, el desglose del valor añadido pone de manifiesto una heterogeneidad considerable en los distintos subsectores, ya que las ramas orientadas al consumo afectadas previamente por restricciones (como comercio minorista, transporte, alojamiento, restauración y, en particular, ocio) continuaron creciendo de forma vigorosa en el tercer trimestre, mientras que las que se orientan más a las empresas (como servicios de información y comunicaciones, servicios financieros y de seguros, inmobiliarios, y profesionales y administrativos) registraron un crecimiento modesto —en el mejor de los casos— o una ligera contracción.

**Gráfico 4**  
**PIB real de la zona del euro y sus componentes**

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
 Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022.

**Los últimos datos apuntan a que la actividad económica habría seguido ralentizándose en el cuarto trimestre de 2022, en un contexto de alta inflación y de persistencia de la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y el riesgo de interrupciones en el suministro de energía.** Los datos procedentes de encuestas señalan un nuevo debilitamiento más generalizado del ritmo de crecimiento, ya que la desaceleración de la demanda —evidente en la industria desde hace algunos meses— ahora se ha extendido a los servicios tras la fuerte expansión asociada a la reapertura de la economía. En octubre, el índice de

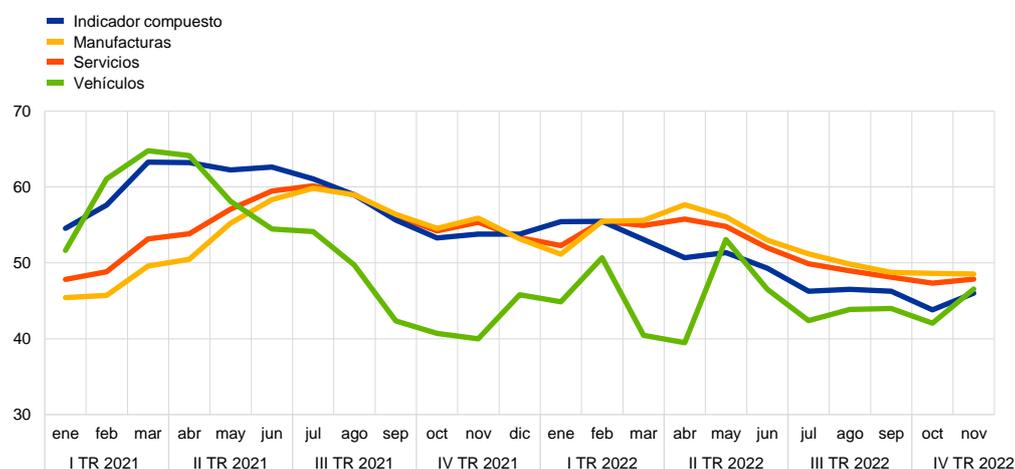
directores de compras (PMI) de actividad compuesto de la zona del euro descendió hasta su nivel más bajo en 21 meses antes de registrar un ligero ascenso en noviembre. Los valores para ambos meses se sitúan aún más por debajo del umbral teórico de expansión que en el tercer trimestre (panel a del gráfico 5). La dinámica más reciente indica que la producción manufacturera se está estabilizando en un nivel bajo, ya que parece que la importante contribución de la producción de vehículos observada anteriormente en el año se está estancando. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea siguió retrocediendo en el cuarto trimestre, como consecuencia del persistente deterioro de la confianza industrial en octubre y noviembre (panel b del gráfico 5), dado que el volumen de pedidos pendientes de realización y los *stocks* de productos terminados se redujeron, y los nuevos pedidos descendieron por debajo de la media del tercer trimestre. Las respuestas a las preguntas sobre factores que limitan la producción de la encuesta trimestral de la Comisión sugieren que la escasez de mano de obra se está moderando y que las limitaciones debidas a la falta de materiales y equipos han venido disminuyendo desde el verano. En cambio, las restricciones financieras se intensificaron considerablemente en octubre, aunque siguieron teniendo un peso menor que otros factores. Estos indicadores apuntan a unas perspectivas débiles de inversión en los próximos meses. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores mostró cierta capacidad de resistencia en términos relativos al recuperarse de los mínimos históricos de septiembre gracias a las medidas laborales y fiscales introducidas para apoyar la renta disponible de los hogares.

## Gráfico 5

### Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

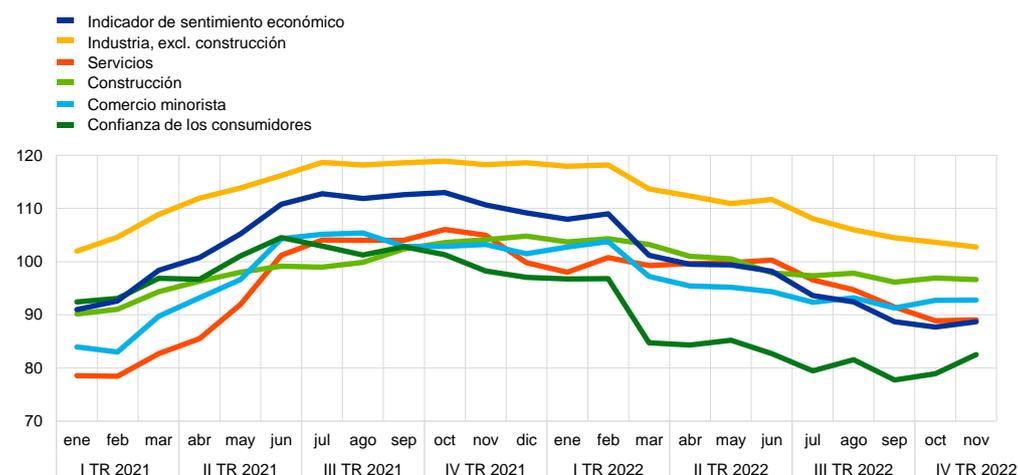
#### a) Indicadores PMI de actividad

(Índices de difusión)



#### b) Confianza de las empresas y los consumidores

(Índices de difusión)



Fuentes: S&P Global Market Intelligence (panel a), Comisión Europea y cálculos del BCE (panel b).

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022 para la producción de vehículos y a noviembre de 2022 para el resto de los indicadores.

### El mercado de trabajo ha mantenido su solidez y ha seguido respaldando la actividad económica.

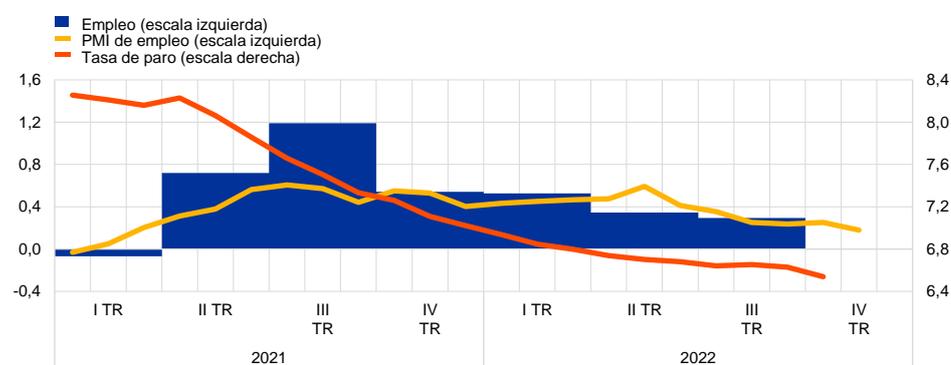
El empleo total creció un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2022. Esto significa que el número de personas ocupadas aumentó en 3,1 millones de efectivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2022. En cambio, las horas trabajadas disminuyeron un 0,1 % en el tercer trimestre de 2022, pero se mantienen un 0,2 % por encima del nivel previo a la pandemia del cuarto trimestre de 2019. La diferencia entre el crecimiento del empleo y las horas trabajadas implica una caída sustancial de las horas medias trabajadas desde el cuarto trimestre de 2019, que es atribuible principalmente al sector público. La tasa de paro descendió hasta situarse en el 6,5 % en octubre de 2022 —unos 0,8 puntos porcentuales por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020— y registró un

mínimo histórico (gráfico 6). La población activa ha crecido de forma sustancial con respecto al cuarto trimestre de 2019, y se estima que el número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo ha continuado reduciéndose en los últimos meses. Del mismo modo, la demanda de mano de obra se ha incrementado considerablemente desde el comienzo de la pandemia y ha mostrado algunas señales de estabilización en meses recientes. Cabe señalar que, en el tercer trimestre de 2022, la tasa de vacantes se situó en el 3,2 %, 1 punto porcentual por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2019.

### 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: porcentaje 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 tercer trimestre de 2022 para el empleo, a noviembre de 2022 para el PMI de empleo y a octubre de 2022 para la tasa de paro.

#### Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento del empleo.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 51,8 en noviembre de 2022, desde un valor de 52,5 en octubre, pero aún se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021, aunque ha retrocedido sustancialmente desde mayo de 2022. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo, aunque menos, en la industria y los servicios, y que disminuirá en el sector de la construcción.

#### El consumo privado continuó aumentando en el tercer trimestre de 2022, pero con una evolución dispar en los distintos componentes.

El consumo privado creció un 0,9 % en el tercer trimestre, frente al 1 % del segundo trimestre. Esta dinámica positiva se sustentó principalmente en el consumo de servicios, que registró un alza acusada durante dos trimestres consecutivos con la reapertura de la economía. En cambio, el consumo de bienes no duraderos disminuyó por tercer trimestre consecutivo, debido a la evolución reciente de las ventas minoristas, que experimentaron un descenso del 0,7 % en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el consumo de bienes duraderos, que en los trimestres anteriores se había reducido considerablemente debido al encarecimiento de la energía (véase recuadro 3), empezó a mejorar en el tercer trimestre de 2022, probablemente como consecuencia de la disminución de las perturbaciones de oferta en el sector de

vehículos de motor. Así, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 12,8 % en dicho trimestre. Los datos económicos cualitativos más recientes sugieren cierta capacidad de resistencia relativa del gasto en torno al cambio de año, pese a la persistencia de factores adversos. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea mejoró en octubre y noviembre, hasta situarse ligeramente por encima del nivel del tercer trimestre (en el que registró un mínimo histórico en septiembre), impulsado fundamentalmente por una mejora de las expectativas económicas y financieras de los hogares. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes aumentó en noviembre, así como una cierta recuperación de las expectativas de gasto en grandes compras de los hogares con respecto al mínimo registrado. En un contexto de persistente pesimismo de los consumidores y de contracción de la renta real disponible, las señales positivas más recientes sugieren que el gasto de los hogares podría mostrar cierta capacidad de resistencia durante el período vacacional. Sin embargo, como la inflación y la incertidumbre siguen siendo elevadas, es probable que la renta real disponible de los hogares continuara disminuyendo en torno al cambio de año, frenando el gasto en consumo. Además, el actual endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a los hogares probablemente limitará su endeudamiento. La evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de octubre sugiere que, en los próximos tres meses, los hogares esperan sufrir crecientes restricciones de liquidez. Por lo tanto, dado que es probable que tengan que recurrir a sus ahorros para pagar las facturas de suministros básicos y reembolsar sus préstamos, han revisado a la baja su percepción y sus expectativas sobre el ahorro por motivos de precaución (de acuerdo con la encuesta de octubre sobre las expectativas de los consumidores). La utilización del ahorro debería contribuir a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible.

**La inversión empresarial se ralentizó en el tercer trimestre de 2022 y se espera que siguiera desacelerándose en torno al cambio de año.** La inversión, excluida la construcción (la que más se aproxima a la inversión empresarial en las cuentas nacionales), creció un 7,7 % en el tercer trimestre, aunque este aumento obedeció en gran medida al extraordinario avance de los PPI atribuible fundamentalmente a la evolución de las multinacionales en Irlanda<sup>3</sup>. Si se excluye este componente volátil, el crecimiento intertrimestral de la inversión empresarial se moderó hasta el 1,2 % en el tercer trimestre, frente a una tasa media del 1,7 %, en términos intertrimestrales, en la primera mitad del año, pero mostró una heterogeneidad considerable en las distintas categorías de activos. En el sector de maquinaria y bienes de equipo, la inversión en activos fijos no relacionada con el transporte registró una ralentización acusada (hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral), mientras que el segmento de inversión en transporte creció un 7,1 %, dado que los cuellos de botella en la oferta se redujeron y facilitaron la

<sup>3</sup> Ocasionalmente, la elevada volatilidad estadística de la inversión en activos intangibles en Irlanda afecta de forma sustancial a la dinámica de la inversión en la zona del euro (véase el recuadro 1 titulado «Non-construction investment in the euro area and the United States» del artículo «The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022).

finalización de un número todavía elevado de pedidos pendientes. Por otra parte, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en PPI (excluida Irlanda) se mantuvo sin cambios con respecto al segundo trimestre, en el 1,1 %. Las primeras señales relativas al cuarto trimestre apuntan a una contracción en torno al cambio de año. Los últimos datos procedentes de encuestas PMI muestran que en el sector de bienes de equipo se están empezando a acumular *stocks* de productos terminados, con una caída acusada de los nuevos pedidos y una disminución de los pedidos pendientes y de la utilización de la capacidad productiva desde los altos niveles generados por las disrupciones relacionadas con la pandemia. La última encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro indica que el porcentaje neto de empresas que solicitan financiación con fines de inversión ha caído de forma notable. Además, según la encuesta semestral sobre inversión de la Comisión Europea de octubre, el número de empresas que preveía aumentar la inversión en 2023 había disminuido sustancialmente con respecto a los niveles de 2022, pese a que los planes de expansión para 2022 se habían reducido desde la anterior encuesta de abril. Por el momento, la encuesta sugiere que los factores financieros solo desempeñan un papel secundario en las decisiones de inversión, pero se espera que representen una limitación mayor en 2023. Al mismo tiempo, en la encuesta Global Business Outlook Survey de S&P de noviembre se comunicaron expectativas de acusado deterioro de la rentabilidad en 2023 en un contexto de escalada de los costes de los insumos y de caída de su indicador de gasto de capital al nivel más bajo en diez años (exceptuando los acontecimientos excepcionales de 2020)<sup>4</sup>. De cara al futuro, cabe esperar que la inversión empresarial recupere el crecimiento a medida que se reequilibren los mercados de la energía, se reduzcan adicionalmente los cuellos de botella en la oferta y disminuya la incertidumbre, junto con unos efectos «de atracción» potencialmente fuertes de las nuevas asignaciones de fondos del programa *Next Generation EU* en los próximos trimestres.

**La inversión en vivienda disminuyó en el tercer trimestre de 2022 y es probable que siga contrayéndose a corto plazo.** La inversión residencial se redujo un 0,7 % en el tercer trimestre, algo menos que el descenso intertrimestral del 0,8 % registrado en el segundo trimestre. En octubre y noviembre, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción en los tres meses anteriores continuó descendiendo, en promedio, con respecto a la media del tercer trimestre, y el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Parece que las carteras de pedidos de la construcción aún están bastante llenas, como sugieren los datos de la encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea disponibles hasta octubre. Ello debería respaldar la actividad de la construcción en los próximos meses, sobre todo en un contexto de disminución gradual de las restricciones de oferta. Los datos sobre factores limitadores de la producción de la construcción procedentes de la encuesta mensual de la Comisión Europea de noviembre también mostraron un descenso continuo del porcentaje de empresas de construcción que indicó la escasez de materiales o equipos como

<sup>4</sup> Según la encuesta sobre inversión de 2022 del Banco Europeo de Inversiones (BEI), en el verano de 2022, el 82 % de las empresas de la zona del euro mencionaron los costes energéticos como una importante limitación para la inversión a largo plazo.

factor limitador, mientras que el de empresas que señaló falta de mano de obra se mantuvo en un nivel elevado. Sin embargo, la proporción de gestores que mencionaron específicamente que la demanda insuficiente era un factor que limitaba su actividad constructora volvió a aumentar en noviembre, lo que apunta a una demanda más débil. Esto se reflejó también en la nueva caída de las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares en el cuarto trimestre, así como en los bajos niveles del componente de nuevos pedidos del PMI de actividad de la construcción. El debilitamiento de la demanda se está produciendo en un contexto de deterioro significativo de las condiciones de financiación, mayor incertidumbre y aumento sustancial de los costes de la construcción, y es probable que lastre la inversión en vivienda en el futuro.

**El comercio exterior tuvo un impacto negativo en el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2022, y las perspectivas apuntan a una mayor debilidad de las exportaciones de la zona del euro a medida que la actividad mundial se ralentice.** En el tercer trimestre de 2022, las exportaciones reales de bienes y servicios repuntaron un 1,7 %, en tasa intertrimestral. Las importaciones reales aumentaron de forma acusada, un 4,3 % en términos intertrimestrales, principalmente debido a las importaciones de servicios en Irlanda. Como resultado, la demanda exterior neta contribuyó negativamente (-1,1 puntos porcentuales) al crecimiento del PIB real. Los datos mensuales muestran que, en septiembre, las importaciones nominales de bienes de países que no pertenecen a la zona del euro descendieron un 2 % por primera vez desde enero de 2021, mientras que las exportaciones crecieron un 1,6 %, con lo que el saldo de la balanza de bienes se redujo hasta los 37,7 mm de euros desde el máximo histórico de agosto. Como los precios de importación de la zona del euro disminuyeron —gracias a la caída de los precios energéticos— y los precios de exportación subieron, el índice de la relación real de intercambio de la zona del euro mejoró en septiembre. El dinamismo subyacente del avance de las exportaciones de la zona del euro se mantiene contenido al debilitarse la demanda mundial. Las perspectivas a corto plazo apuntan a una mayor debilidad del comercio de bienes en la zona del euro, dado que los indicadores de pedidos exteriores, como el PMI, permanecieron en terreno contractivo en noviembre. Los indicadores adelantados relacionados con turismo y viajes también señalan una moderación de los intercambios comerciales de servicios en los próximos meses.

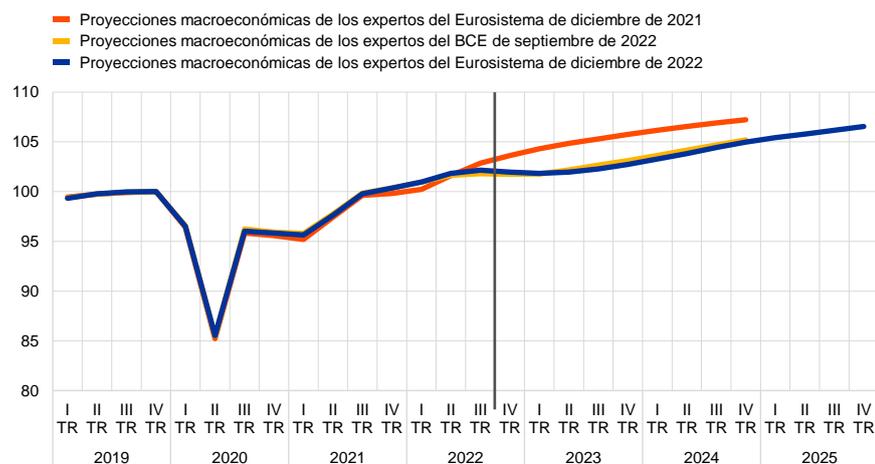
**Más allá del corto plazo, las perspectivas siguen sujetas a una incertidumbre muy elevada, pero se espera que la actividad económica de la zona del euro empiece a recuperarse a partir de mediados de 2023, a medida que los actuales factores adversos se disipen.** El crecimiento sería moderado en 2023 y se fortalecería después conforme los factores adversos vayan desapareciendo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,4 % en 2022, el 0,5 % en 2023, el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025, tras la ampliación en un año del horizonte de proyección (gráfico 7). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 para la zona del euro, las perspectivas de crecimiento se han revisado al alza

para 2022 —como reflejo, en parte, de sorpresas positivas en los datos durante el verano— y a la baja para 2023, mientras que se mantienen sin cambios para 2024. De acuerdo con las proyecciones actuales, el nivel del PIB permanecerá por debajo del previsto en las proyecciones de diciembre de 2021 (anteriores a la guerra), y se anticipa una contracción suave del PIB en torno al cambio de año, con un repunte que lo situará en terreno positivo a partir de mediados de 2023.

### Gráfico 7

#### PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(Índice: cuarto trimestre de 2019 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022](#).

Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022.

### 3 Precios y costes

*La inflación de la zona del euro se redujo hasta el 10 % en noviembre según la estimación de avance, principalmente como consecuencia de la desaceleración de los precios de la energía<sup>5</sup>. Sin embargo, la inflación de los alimentos continuó creciendo, y la tasa de avance de los precios de la energía y de los alimentos sigue explicando la mayor parte de la elevada tasa de inflación general. Las presiones inflacionistas continuaron siendo fuertes, sobre todo a causa de los efectos indirectos de los costes de la energía. Los cuellos de botella en la oferta y el impacto de la recuperación posterior a la pandemia disminuyeron, pero siguieron contribuyendo a la inflación, al igual que la anterior depreciación del tipo de cambio del euro. Se prevé que la inflación descienda gradualmente a lo largo de 2023 a medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, la inflación alcanzaría, en promedio, el 8,4 % en 2022, y volvería a disminuir hasta el 6,3 % en 2023, el 3,4 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. Se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, sea del 4,2 % en 2023, el 2,8 % en 2024 y el 2,4 % en 2025. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.*

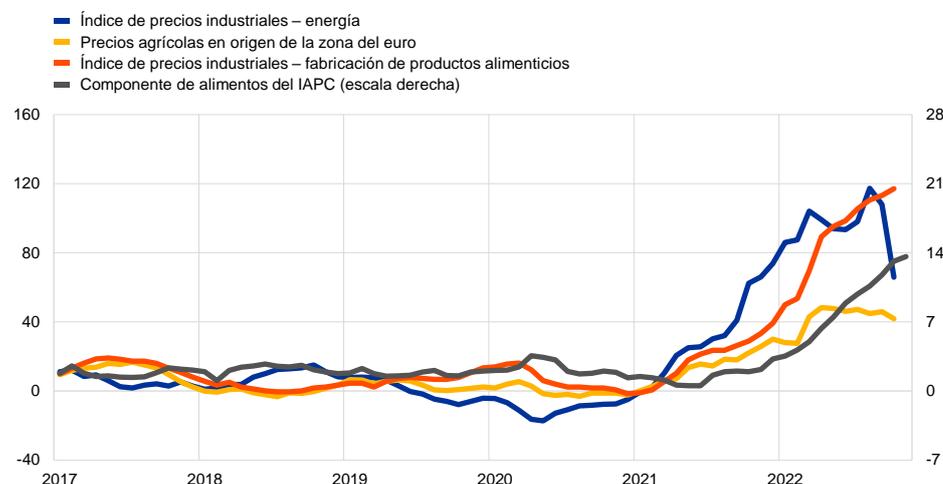
**Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a noviembre, la inflación general medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó hasta el 10 %, desde el 10,6 % registrado en octubre.** El principal componente del IAPC que determinó esta evolución en noviembre fueron los precios de la energía, cuya tasa de crecimiento interanual registró una acusada caída (34,9 % en noviembre, frente al 41,5 % en octubre). El fuerte efecto de base a la baja y el pronunciado retroceso intermensual de los precios energéticos en noviembre explican la disminución de la tasa de inflación interanual de la energía en dicho mes, en comparación con octubre. El descenso de los precios energéticos refleja también la traslación de la reciente contracción de los precios del crudo, de los márgenes de refinado y distribución y de los precios mayoristas del gas desde agosto. En cambio, la inflación del componente de alimentos del IAPC continuó aumentando, desde el 13,1 % en octubre hasta el 13,6 % en noviembre, como consecuencia de la aceleración adicional de la tasa de avance interanual de los precios de los alimentos elaborados, lo que contrasta con la caída de la tasa correspondiente a los precios de los alimentos no elaborados. Las presiones inflacionistas acumuladas continuaron afectando a los precios de los alimentos, pero el impacto de la sequía estival sobre el componente de alimentos no elaborados se ha ido diluyendo y el crecimiento de los precios de producción de la energía se ha moderado (gráfico 8).

<sup>5</sup> Para consultar un análisis detallado de la dinámica de la inflación, véase también «[Inflation Diagnostics](#)».

## Gráfico 8

### Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

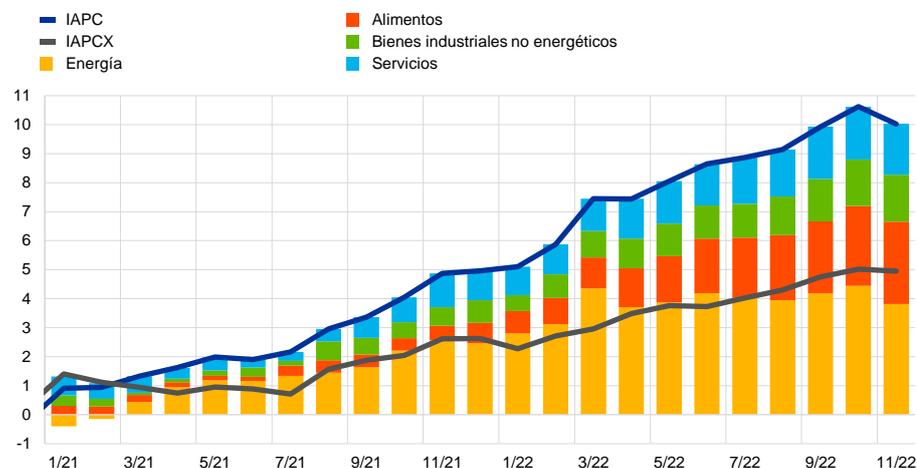
Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 para el componente de alimentos del IAPC (estimación de avance) y a octubre de 2022 para los demás indicadores.

**Según la estimación de avance, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció inalterada en el 5 % en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin variación, mientras que la tasa de inflación de los servicios se redujo en noviembre (gráfico 9).** El incremento de los costes de los insumos debido a la fuerte subida de los precios de la energía continuó siendo un factor esencial, pese a algunos signos de moderación. La inflación de los bienes industriales no energéticos se estabilizó en noviembre y se situó en el 6,1 %. Los principales factores determinantes de esta tasa fueron la acumulación de presiones inflacionistas latentes al alza procedentes de los cuellos de botella en la oferta y los elevados costes de la energía. La inflación de los servicios disminuyó ligeramente hasta situarse en el 4,2 % (frente al 4,3 % observado en octubre), como consecuencia de la caída intermensual de los precios de los servicios, que, no obstante, fue algo menos pronunciada de lo que es habitual en el mes de noviembre. Es probable que este cambio en noviembre se haya debido a los efectos indirectos de los altos precios de la energía y de los elevados precios de producción de los alimentos (un importante coste de los insumos en los servicios de restauración).

## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 (estimación de avance).

### Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados, aunque mostraron algunos indicios de estabilización (gráfico 10)<sup>6</sup>.

Este comportamiento fue reflejo de las presiones generalizadas sobre los precios en más sectores y componentes del IAPC, debido, en parte, al impacto de los altos costes de la energía sobre el conjunto de la zona del euro. En cuanto a la amplia variedad de indicadores, la mayoría de los que están basados en la exclusión de componentes continuaron aumentando. El IAPCX se mantuvo sin variación en el 5 % en noviembre. Solo se dispone de datos referidos a otros indicadores hasta octubre. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), se incrementó hasta el 4,7 % en octubre (frente al 4,4 % del mes anterior). El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 5,7 % en octubre, frente al 5,5 % observado en septiembre, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos repuntó desde el 5,7 % en septiembre hasta el 5,8 % en octubre. Las tasas de variación intermensual del PCCI permanecieron estables en general. Con todo, su persistencia en niveles elevados continuó indicando una intensa presión al alza sobre la inflación subyacente hasta el mes de octubre. El indicador de la inflación interna, que representa la evolución de los precios de los componentes del IAPC con un menor contenido importador, también siguió aumentando<sup>7</sup>. Aún no está claro en qué grado las distintas medidas e indicadores se mantendrán en niveles altos. Una gran parte de las presiones al alza sobre la inflación subyacente puede atribuirse a los efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía y los alimentos, así como a los desequilibrios

<sup>6</sup> Para consultar un análisis detallado de la dinámica de la inflación, véase también «[Inflation Diagnostics](#)».

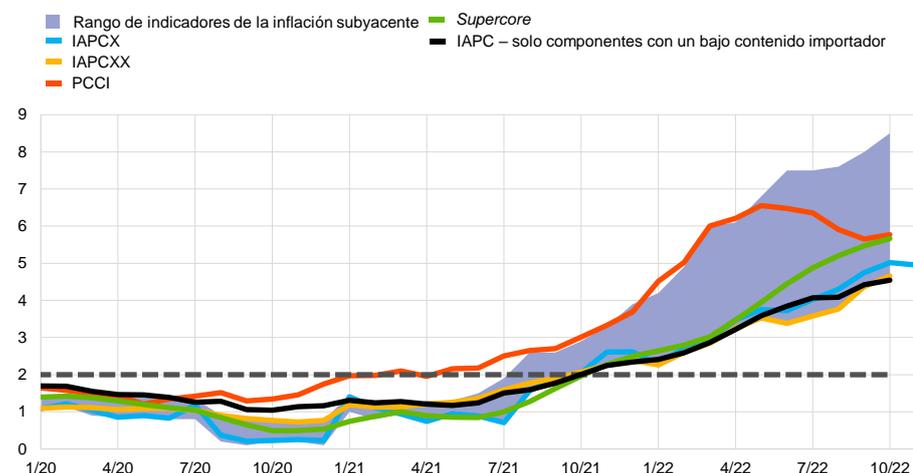
<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «[Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

excepcionales entre oferta y demanda relacionados con la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.

### Gráfico 10

#### 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 % y la mediana ponderada. «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. «IAPCXX» se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. PCCI es el componente persistente y común de la inflación. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 (estimación de avance) para el IAPCX y a octubre de 2022 para los demás indicadores.

### El crecimiento de los salarios negociados apuntó a una intensificación de las presiones salariales, mientras que el avance de la remuneración por asalariado se moderó, aunque siguió estando distorsionado por las medidas relacionadas con la pandemia (gráfico 11).

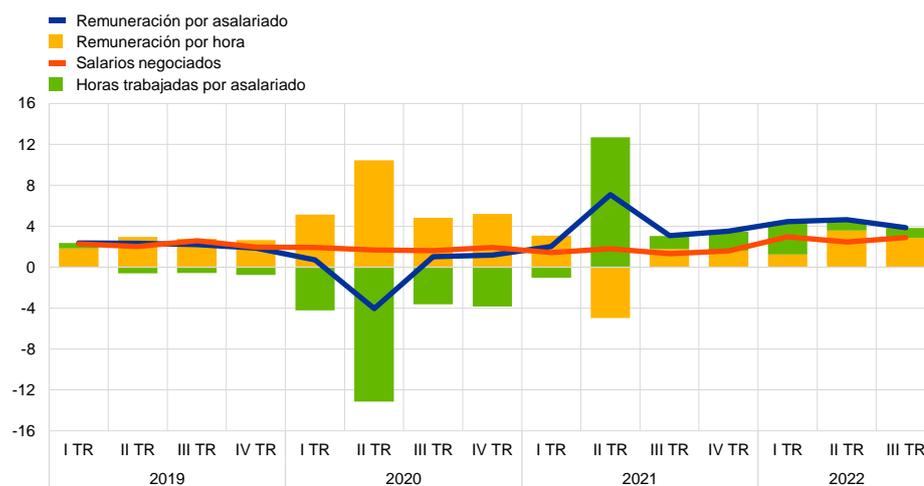
El crecimiento de los salarios negociados aumentó hasta situarse en el 2,9 % en el tercer trimestre de 2022, frente al 2,5 % del trimestre anterior. Esta evolución refleja la creciente influencia de la compensación por inflación, ya sea a través de cláusulas formales de indexación salarial o por otra vía. También refleja el impacto de pagos extraordinarios. Por ejemplo, el crecimiento de los salarios negociados en Alemania fue menor en el segundo trimestre debido a efectos de base asociados con los pagos de carácter extraordinario relacionados con la pandemia, y mayor en el tercer trimestre como consecuencia de los pagos extraordinarios para compensar por la inflación. La información más reciente disponible sobre los convenios colectivos que se han suscrito desde que comenzó 2022 apunta a que el avance de los salarios seguirá fortaleciéndose. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado, se moderó en el tercer trimestre de 2022 hasta situarse en el 3,9 %, desde el 4,6 % del trimestre anterior. Este comportamiento fue resultado, en parte, de efectos de base en las tasas de crecimiento interanual. Si se hace abstracción de estos efectos, el crecimiento intertrimestral se situó en el 1,1 % en el tercer trimestre, frente al 0,8 % en el trimestre anterior. A su vez, el crecimiento interanual de la remuneración por hora disminuyó hasta el 2,9 %, desde el 3,6 % del trimestre anterior. Las tasas de avance interanual de la remuneración por hora y por asalariado descendieron en el tercer trimestre, mientras que la de las horas

trabajadas por asalariado se mantuvo sin variación, en general, con respecto al trimestre anterior. Los indicadores del crecimiento de los salarios continuaron estando afectados, en cierta medida, por las distorsiones asociadas a la pandemia, aunque en un grado cada vez menor<sup>8</sup>.

### Gráfico 11

#### Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas por asalariado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022.

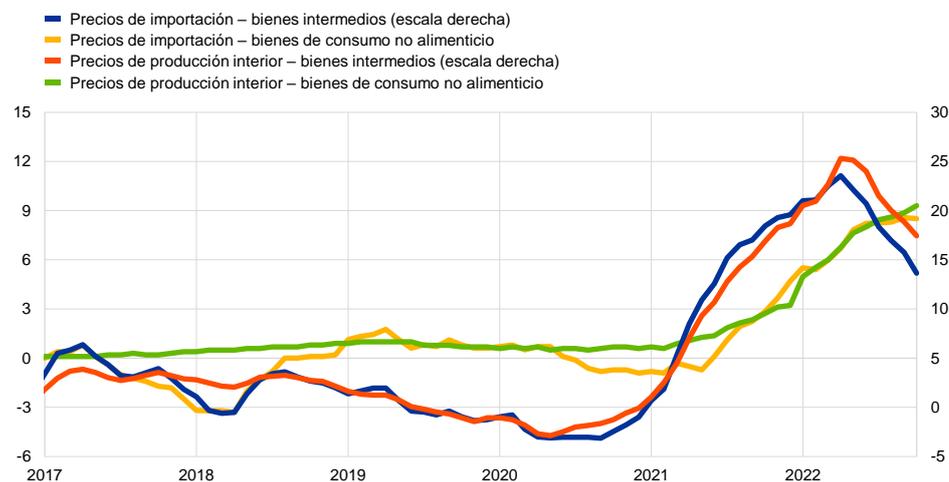
**Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes continuaron siendo intensas, a pesar de algunos signos incipientes de moderación (gráfico 12).** El ritmo de crecimiento intermensual de los precios de los bienes industriales no energéticos fue más elevado del habitual para el mes de noviembre, pero inferior al de meses anteriores. Esto, posiblemente, es un signo de que las presiones al alza sobre los precios derivadas de los cuellos de botella en la oferta y de los altos costes de la energía pueden haber comenzado a suavizarse. Los datos correspondientes a octubre mostraron que las presiones latentes seguían siendo intensas, en especial en las fases posteriores del proceso de formación de precios. Las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción interior de bienes de consumo no alimenticio continuaron aumentando y se situaron en el 9,3 % en octubre, frente al 8,9 % de septiembre. En cuanto a los precios de importación y de producción interior de bienes intermedios, su ritmo de crecimiento interanual cayó en el mismo período, desde el 15,7 % hasta el 13,6 % y desde el 18,9 % hasta el 17,4 %, respectivamente. A pesar de esta moderación, la tasa de avance de los precios de los bienes intermedios (tanto de importación como de producción interior) se situó por encima del 10 %, un nivel muy superior a la inflación de los bienes industriales no energéticos. El ritmo de crecimiento de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también se contrajo en

<sup>8</sup> Para más información sobre estas distorsiones y sobre la evolución de los salarios desde el inicio de la pandemia, véanse el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)» y el recuadro 4 «[Evolución de los salarios en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia](#)» de este Boletín Económico.

octubre y se situó en el 8,5 %, frente al 8,6 % del mes anterior, el primer descenso observado desde marzo de 2022.

### Gráfico 12 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

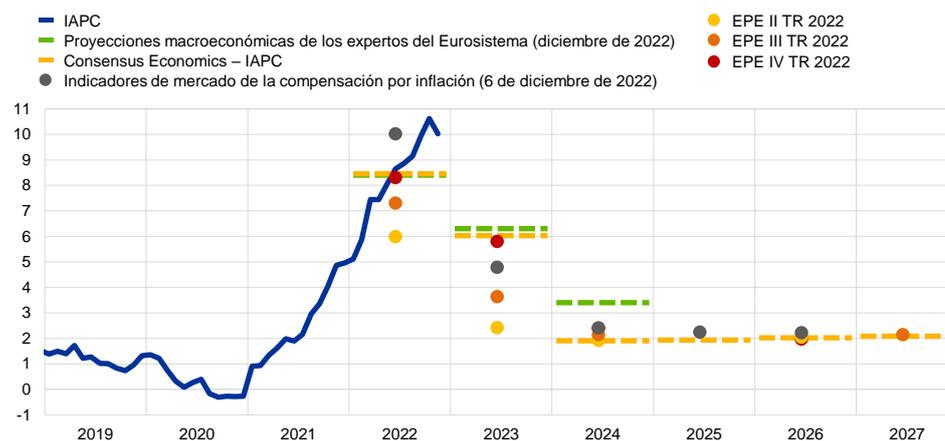
**La evidencia procedente de las encuestas y los mercados muestra que los analistas continúan esperando que la inflación alcance su cota máxima pronto, al tiempo que las expectativas a largo plazo permanecerían en torno al objetivo del 2 % del BCE. Sin embargo, es necesario un atento seguimiento, dadas las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo (gráfico 13).** En la encuesta más reciente de Consensus Economics, las expectativas de inflación para 2023 se revisaron al alza en 0,3 puntos porcentuales y se situaron en el 6 %. Las expectativas de inflación a largo plazo para 2026 reflejadas en la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de diciembre se mantuvieron sin cambios en el 2 %, en línea con las expectativas de octubre y con las últimas rondas de otras encuestas (para 2027, el 2,2 % en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica y el 2,1 % en la encuesta de Consensus Economics de octubre). El 6 de diciembre, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugerían que la inflación de la zona del euro alcanzará un máximo de alrededor del 10 % en 2022, caerá al 5 % durante 2023 y posteriormente retornará al 2 % en el transcurso de 2024. Los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron, aunque solo ligeramente, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,34 % el 6 de diciembre. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, se han mantenido relativamente estables. Esta estabilidad relativa sugiere que la actual volatilidad

de los indicadores de mercado a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

### Gráfico 13

#### Indicadores de opinión de las expectativas de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (cuarto trimestre de 2022), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2022) y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «EPE» es la encuesta a expertos en previsión económica. 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, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. La última observación del IAPC corresponde a noviembre de 2022 (estimación de avance). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro fue el 30 de noviembre de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2022 para 2024, 2025, 2026 y 2027, y noviembre de 2022 para 2022 y 2023. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 6 de diciembre de 2022. La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2022 se realizó en octubre.

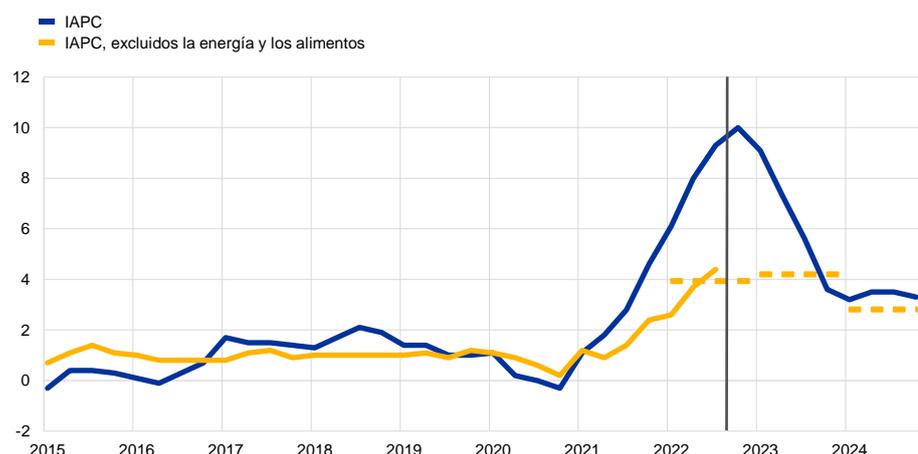
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo —en el 8,4 %, en promedio, en 2022— y posteriormente disminuirá hasta situarse en una tasa media del 6,3 % en 2023, del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025 (gráfico 14).** Se espera que la inflación general permanezca en niveles muy elevados entre finales de 2022 y principios de 2023, mientras las presiones latentes sobre los precios asociadas a los aumentos pasados en los precios de las materias primas, la depreciación del euro, la escasez de oferta y el tensionamiento en los mercados de trabajo continúan trasladándose a los precios de consumo. No obstante, se prevé que la inflación descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 6,3 % en 2023, y que se reduzca del 10 % en el último trimestre de 2022 al 3,6 % en el último trimestre de 2023. Más adelante, la inflación seguiría disminuyendo hasta una media del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. El descenso esperado de la inflación refleja principalmente fuertes efectos de base a la baja relacionados con la energía a lo largo de 2023, el impacto gradual de la normalización de la política monetaria y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, el supuesto de reducción de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, en línea con los precios de los futuros, así como el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecerán ancladas. La inflación general permanecería por encima del objetivo del 2 % del BCE hasta mediados de 2025, al tiempo que la inflación

medida por el IAPCX se mantendría por encima del 2 % a lo largo de todo el horizonte. Este comportamiento se debe a los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, la anterior depreciación del euro, la solidez de los mercados de trabajo y los efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (0,3 puntos porcentuales), 2023 (0,8 puntos porcentuales) y 2024 (1,1 puntos porcentuales), como consecuencia de las recientes sorpresas en los datos, de una reevaluación de la fortaleza y persistencia de las presiones latentes sobre los precios y su transmisión, de un mayor crecimiento de los salarios y de la subida de los precios de las materias primas alimenticias, que compensan con creces el impacto a la baja de los supuestos de descenso de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, la disminución más rápida de los cuellos de botella en la oferta, la reciente apreciación del euro y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento. Las medidas fiscales adoptadas para compensar los elevados niveles de los precios de la energía y de la inflación también desempeñan un papel importante en las perspectivas de inflación durante el horizonte de proyección. Se estima que han reducido la inflación medida por el IAPC general en 1,1 puntos porcentuales en 2022 y que volverán a reducirla en 0,5 puntos porcentuales en 2023. No obstante, posteriormente, la retirada de esas medidas ejercerá presiones al alza significativas sobre la inflación, que serían de 0,7 puntos porcentuales en 2024 y 0,4 puntos porcentuales en 2025<sup>9</sup>.

### Gráfico 14

#### Inflación medida por el IAPC y por el IAPCX de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#) (diciembre de 2022).

Notas: «IAPC» se refiere al Índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022 (datos) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones fue el 30 de noviembre de 2022. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para el IAPC y anuales para el IAPCX.

<sup>9</sup> Véanse también las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#) (diciembre de 2022).

## 4 Evolución de los mercados financieros

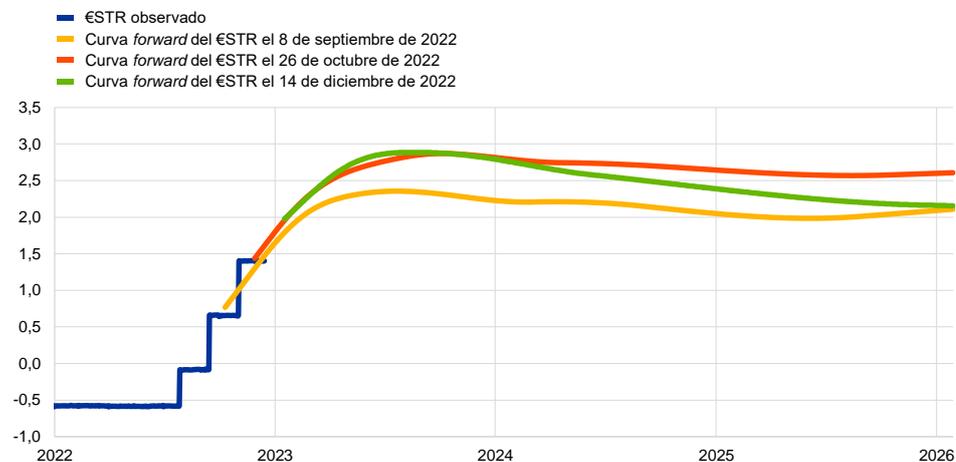
*Durante el período analizado (del 8 de septiembre al 14 de diciembre de 2022), la evolución de los mercados financieros se vio influenciada por las expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria en la zona del euro. Mientras que los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro registraron un aumento considerable durante el período, los tipos a más largo plazo repuntaron solo ligeramente en su conjunto, pese a la elevada volatilidad de los mercados. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro siguieron, en líneas generales, la trayectoria de los tipos libres de riesgo a largo plazo, y los diferenciales soberanos se estrecharon. Pese al alza de los tipos de interés libres de riesgo y en contraposición con los desarrollos observados en Estados Unidos, los diferenciales de los valores de renta fija privados europeos se redujeron y los precios de las acciones se incrementaron, con un comportamiento especialmente positivo de las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general.*

**Durante el período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron como consecuencia de las expectativas de los mercados de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria, y posteriormente la curva *forward* del €STR se estabilizó en los plazos más cortos y se invirtió de forma marcada en los plazos más largos.** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno elevó del 0,00 % al 0,75 % en su reunión de política monetaria de septiembre y otros 75 puntos básicos, hasta el 1,50 %, en su reunión de octubre. El €STR se situó, en promedio, en unos -8,5 puntos básicos al inicio del período analizado, a principios de septiembre, y en torno a 140 puntos básicos desde principios de noviembre. La curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) basada en el €STR aumentó de forma significativa en los plazos cortos tras las dos subidas de tipos y al final del período de referencia descontó alzas adicionales de unos 80 puntos básicos en 2023, lo que supone un tipo de interés máximo de aproximadamente el 2,8 % en la parte inicial del tercer trimestre de ese año. Al mismo tiempo, al final del período analizado, la curva estaba notablemente invertida más allá del muy corto plazo, al descontar alrededor de tres recortes de tipos en 2024 y 2025.

## Gráfico 15

### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

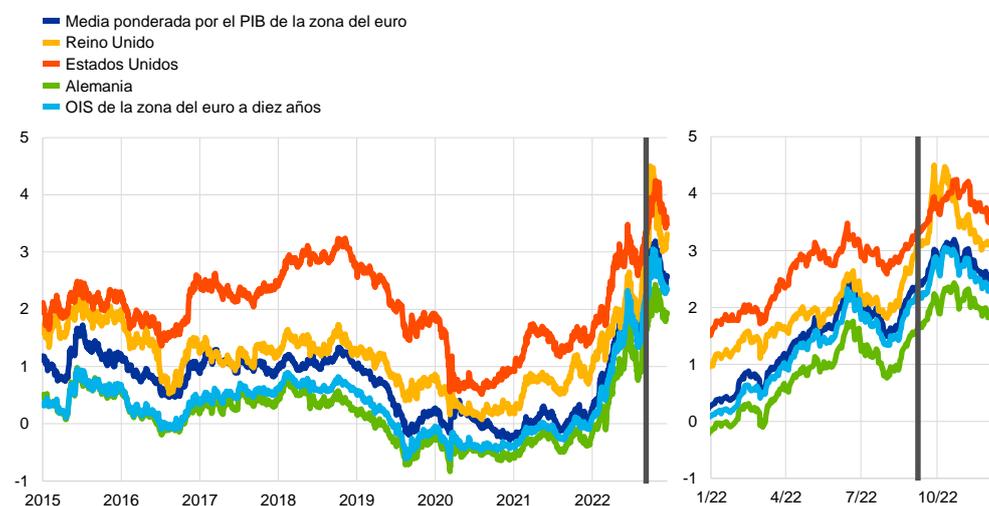
**Los rendimientos a largo plazo aumentaron al principio del período de referencia, ya que los participantes en los mercados revisaron sus expectativas sobre la senda de la política monetaria, antes de volver a acercarse a los niveles de septiembre, y la evolución en Estados Unidos fue similar (gráfico 16).** Durante el período analizado, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo continuaron siendo volátiles y muy sensibles a los datos macroeconómicos publicados. Inicialmente siguieron incrementándose debido a

unas tasas de inflación más elevadas de lo esperado antes de retroceder hacia los niveles de principios de septiembre. Por ejemplo, el tipo de interés libre de riesgo a diez años de la zona del euro —medido por el tipo OIS— experimentó un alza transitoria de unos 80 puntos básicos y se situó en torno al 3 %. Al final del período considerado retrocedió hasta el 2,3 % por las especulaciones de los participantes en los mercados de que, en Estados Unidos y en la zona del euro, las subidas de tipos podrían ralentizarse y la política monetaria podría cambiar de dirección antes de lo esperado, tras lo cual los rendimientos cayeron en todo el mundo. En conjunto, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron ligeramente a escala global hacia el final del período analizado, pese a la elevada volatilidad, y los rendimientos de la deuda a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania se incrementaron 16, 15 y 22 puntos básicos, hasta situarse en el 3,48 %, el 3,31 % y el 1,94 %, respectivamente.

## Gráfico 16

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 (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

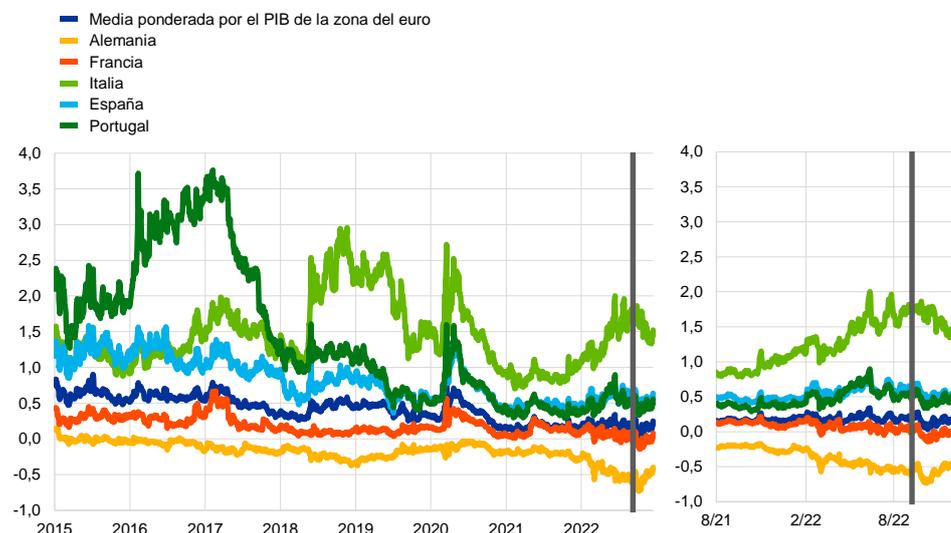
**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron bastante en línea con los tipos de interés libres de riesgo durante el período de referencia, y los diferenciales soberanos se estrecharon (gráfico 17).**

Mientras que los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo fluctuaron de forma considerable durante el período considerado, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS se mantuvo relativamente estable, en general, y finalizó el período con un aumento de 7 puntos básicos con respecto al nivel de principios de septiembre. Esta evolución ocultó una dinámica dispar entre países, ya que los distintos diferenciales soberanos se estrecharon. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda soberana a diez años de Italia y de Grecia se redujeron 18 y 22 puntos básicos, respectivamente, al tiempo que el diferencial del bono alemán al mismo plazo pasó a ser menos negativo (14 puntos básicos).

### Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

**Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron durante el período analizado como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos, y los descensos más pronunciados se observaron en el segmento de alta rentabilidad.** Pese a la subida de los tipos de interés a corto plazo y a los factores económicos adversos, los diferenciales de los bonos corporativos disminuyeron durante el período considerado, debido a la mejora de la percepción de riesgos, ya que los cuellos de botella en la oferta siguieron relajándose gradualmente y los PMI mostraron cierta capacidad de resistencia (véanse secciones 1 y 2). Este fue especialmente el caso de los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad, que cayeron 35 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión retrocedieron 19 puntos básicos.

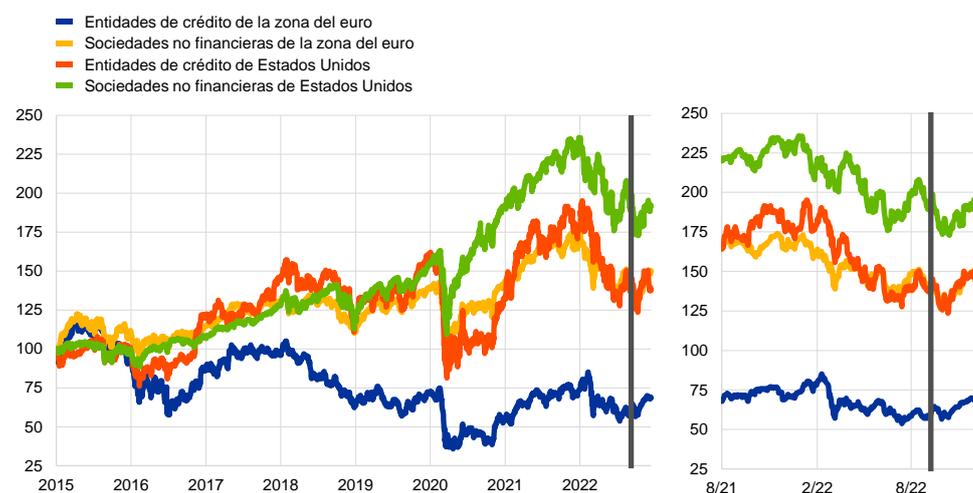
**Los mercados de renta variable europeos se recuperaron, y las acciones del sector bancario de la zona del euro mostraron un comportamiento especialmente positivo.** Pese al ligero freno procedente del aumento de los tipos de interés libres de riesgo, los mercados de renta variable repuntaron, y las acciones europeas tuvieron un comportamiento mejor que el de valores comparables en el resto del mundo, incluido Estados Unidos. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras se incrementaron un 7,7 % en la zona del euro, frente a un descenso del 0,8 % en Estados Unidos. La diferencia fue aún más acusada en el sector bancario, ya que las entidades de crédito de la zona del euro registraron ganancias de hasta el 14,2 %, en contraposición a una caída del 4 % en Estados Unidos. Este repunte reflejó sorpresas positivas sobre los resultados del sector bancario de la zona del euro en el tercer trimestre y

expectativas de resultados más sólidos en el futuro, ya que se percibe que las subidas efectivas y esperadas de los tipos de interés oficiales del BCE contribuyen a impulsar los márgenes de intermediación de los bancos y, por tanto, los beneficios.

### Gráfico 18

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

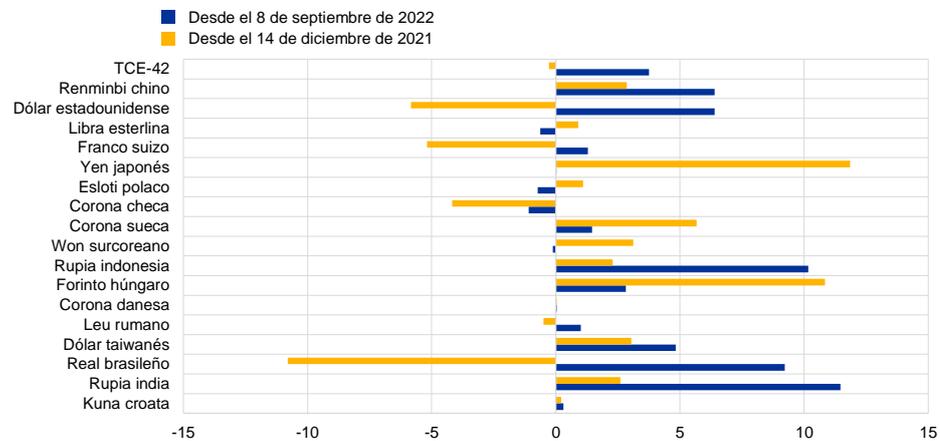
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 19).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 3,8 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral, la moneda única se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense (un 6,4 %), como reflejo de las especulaciones de que el ritmo de subidas de los tipos de interés en Estados Unidos podría ralentizarse y la política monetaria podría cambiar de dirección antes de lo esperado. El euro también se fortaleció frente a las monedas de la mayor parte de otras economías avanzadas importantes, incluido el franco suizo (un 1,3 %), aunque prácticamente no experimentó variaciones frente al yen japonés. Además, se apreció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en particular frente al renminbi chino (un 6,4 %). La moneda única se debilitó ligeramente frente a algunas monedas europeas, entre ellas la libra esterlina (un 0,6 %), la corona checa (un 1,1 %) y el esloti polaco (un 0,7 %), mientras que siguió apreciándose frente al forinto húngaro (un 2,8 %).

### Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 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 14 de diciembre de 2022.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido aumentando como consecuencia de los mayores costes de financiación de las entidades de crédito, dado que continúa la normalización de la política monetaria. El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en octubre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron de nuevo. En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 14 de diciembre, el coste de la financiación mediante acciones se redujo significativamente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se encareció algo. La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de octubre de 2022 indica un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación para las empresas. Por su parte, estas se mostraron bastante pesimistas en cuanto a la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa. La dinámica monetaria reanudó la senda de moderación en octubre, reflejo de la evolución del crédito a las empresas y los hogares.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han aumentado, como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés libres de riesgo y de mercado, dado que prosigue la normalización de la política monetaria.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro mantuvo una tendencia al alza en octubre y alcanzó su nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 20). Con el endurecimiento de las condiciones de financiación de los bancos centrales y la normalización de la política monetaria, los costes totales de financiación de las entidades de crédito se incrementaron inicialmente en el período analizado, pero después volvieron a descender ligeramente, debido a la corrección a la baja de los rendimientos de los bonos bancarios en noviembre (panel b del gráfico 20). Las recientes subidas de tipos de interés del BCE también se están trasladando a los tipos de interés de los depósitos. En consonancia con las regularidades históricas, la transmisión de las recientes medidas de política monetaria a los depósitos se está produciendo de manera más gradual, en comparación con la respuesta más inmediata de la rentabilidad de los bonos bancarios. En octubre, el tipo de interés de los depósitos aumentó hasta el 0,35 %, 22 puntos básicos por encima del nivel registrado antes de la primera subida en julio y 28 puntos básicos por encima del nivel observado a comienzos de 2022. Estos incrementos todavía moderados reflejan el progresivo retorno de los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos y los tipos oficiales hacia los niveles observados en el pasado que son típicos en períodos de tipos de interés positivos. La reciente recalibración de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) también contribuye a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito<sup>10</sup>. En noviembre y diciembre, tras la recalibración de las TLTRO III, las entidades aceleraron los reembolsos voluntarios,

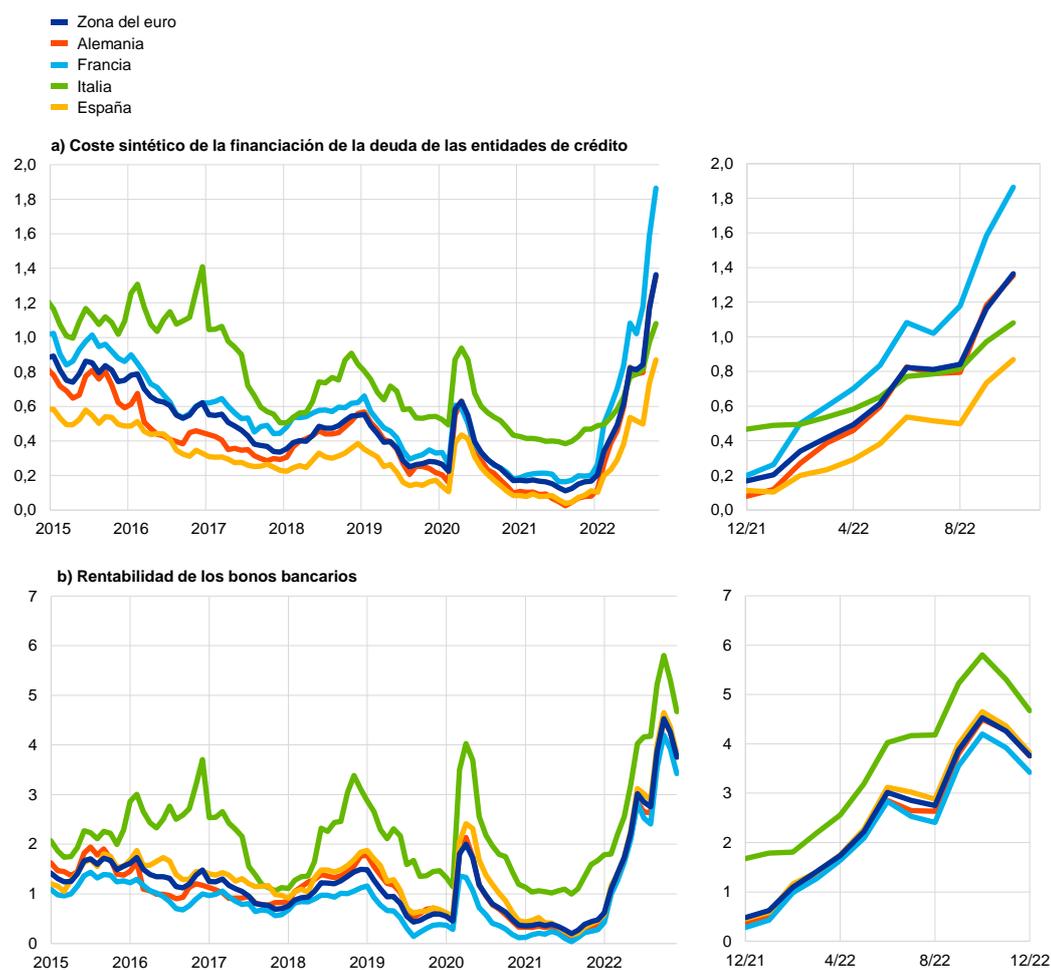
<sup>10</sup> Véase la nota del prensa del BCE «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», del 27 de octubre de 2022.

reduciendo de esta forma el exceso de liquidez en el sector bancario. En términos de fortaleza de los balances, los bancos de la zona del euro están adecuadamente capitalizados en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital, pero los riesgos derivados del debilitamiento del entorno económico pueden reducir la calidad de los activos y aumentar el riesgo de crédito.

### Gráfico 20

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

(porcentajes)



Fuentes: BCE, índices IHS Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 14 de diciembre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

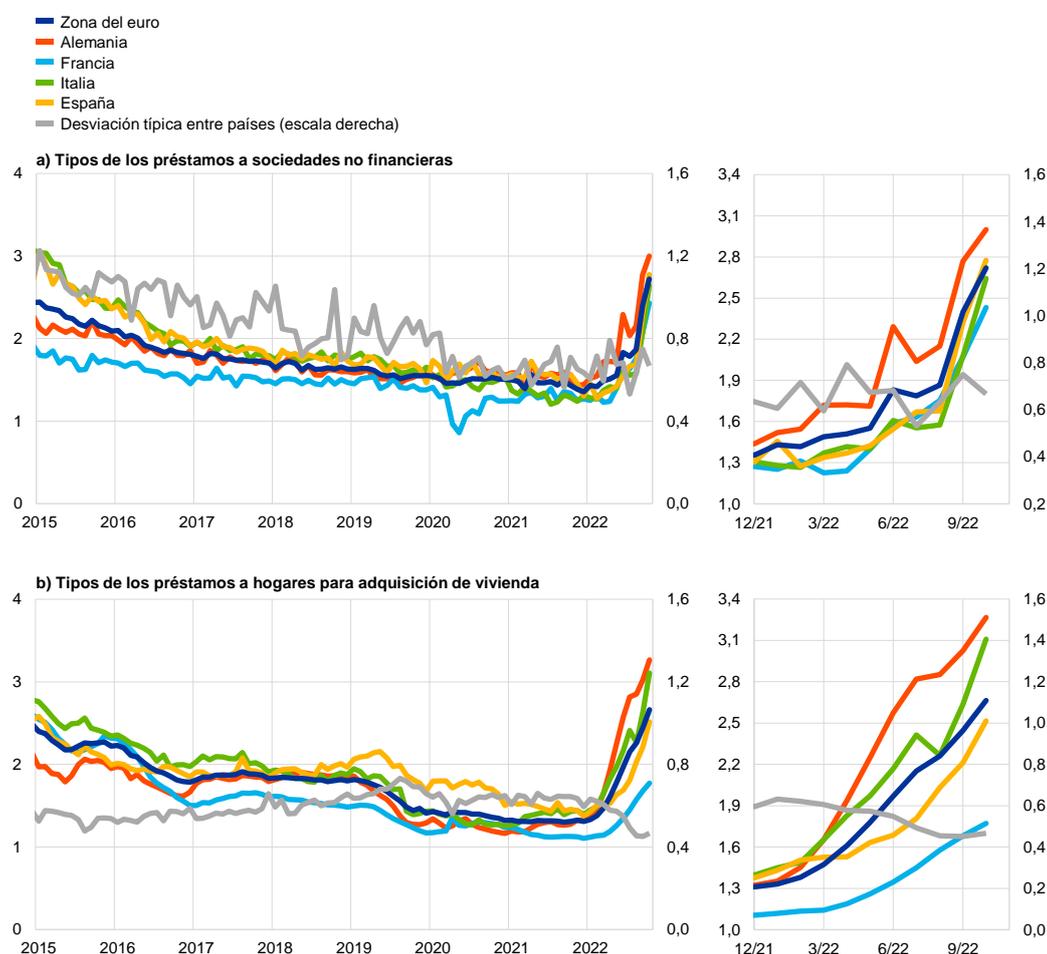
**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando, como consecuencia de la normalización de la política monetaria.** Desde febrero de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro, que alcanzaron niveles no observados desde 2015 (gráfico 21), al tiempo que los criterios de concesión de crédito se han

endurecido. Este incremento de los tipos de los préstamos está en línea con anteriores ciclos de endurecimiento. Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras aumentaron hasta el 2,72 % en octubre. El alza intermensual de 32 puntos básicos supone que los tipos de estos préstamos han acumulado un ascenso de 136 puntos básicos desde finales de 2021. Asimismo, el tipo de interés de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda subió otros 21 puntos básicos hasta situarse en el 2,66 % en octubre, 135 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales de 2021. Los incrementos de tipos fueron sustancialmente más elevados en los préstamos que en los depósitos, lo cual también es característico de los ciclos de endurecimiento. La mayor revisión de los tipos de interés de los préstamos bancarios en comparación con los de los depósitos está respaldando el margen de intereses de los bancos a través de los mayores diferenciales préstamos-depósitos de las nuevas operaciones. El diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió ligeramente y se situó en niveles próximos a su media de los dos últimos años, pero siguió siendo muy inferior al diferencial observado antes de la crisis financiera. Entretanto, la dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo contenida, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 21).

## Gráfico 21

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares en una selección de países

(porcentajes; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

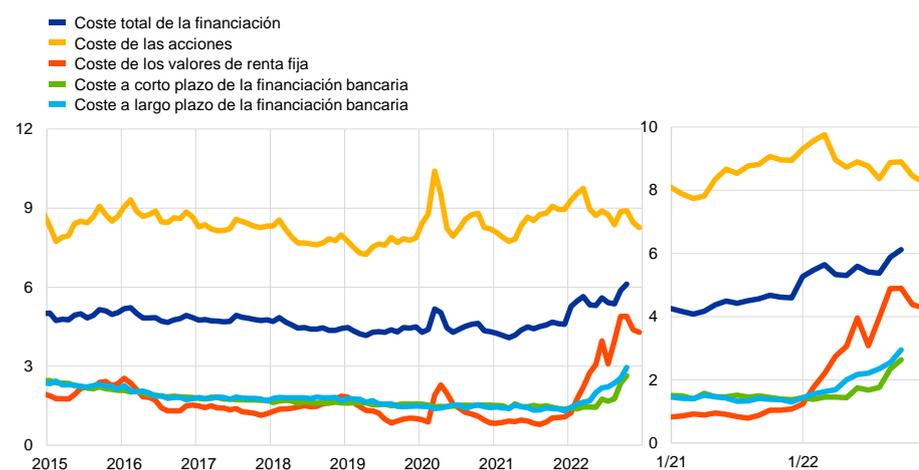
**En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 14 de diciembre de 2022, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se encareció algo.** Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta octubre de 2022, cuando se situó en el 6,1 %, aproximadamente unos 20 puntos básicos por encima de su nivel del mes anterior (gráfico 22). Esta evolución fue resultado de un incremento del coste tanto de la financiación bancaria a corto y a largo plazo como de los valores de renta fija. El coste de la financiación mediante acciones no varió significativamente en octubre con respecto al mes anterior, dado que una caída de la prima de riesgo compensó

el impacto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo sobre el coste de las acciones. El coste de los valores de renta fija se elevó debido al aumento de los tipos de interés libres de riesgo y a los mayores diferenciales de los bonos corporativos. En octubre de 2022, el coste total de la financiación alcanzó un máximo histórico de varios años y se situó en niveles que no se observaban desde finales de 2010. Desde el 8 de septiembre y a lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija se redujo marginalmente debido al estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad, que compensó con creces el ligero incremento de los tipos de interés libres de riesgo. El coste de las acciones disminuyó de manera considerable como consecuencia de la acusada caída de la prima de riesgo, que eclipsó el impacto marginal de la ligera subida de los tipos de interés libres de riesgo.

### Gráfico 22

#### Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras 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 se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 9 de diciembre de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a octubre de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

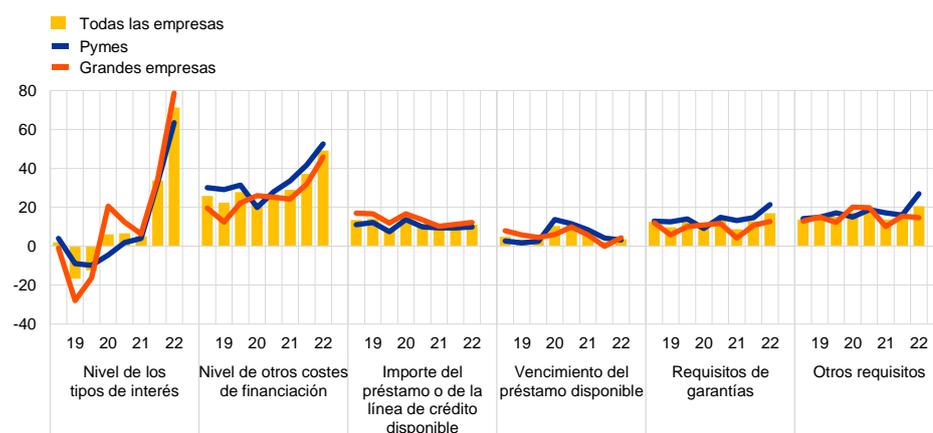
**Las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones de financiación en todos los tamaños de empresa y todos los países en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de octubre de 2022.** El porcentaje neto de empresas que refirieron una subida de los tipos de interés bancarios se disparó hasta el 71 % (frente al 34 % en la encuesta anterior), sin que se haya observado un porcentaje comparable desde que se puso en marcha la encuesta en 2009 (gráfico 23). Al mismo tiempo, un 49 % neto de las empresas (frente al 37 % previo) también señaló un incremento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones. Los aumentos de los tipos de interés bancarios y otros costes parecen ser similares, en términos generales, entre las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las grandes empresas. Los encuestados también indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas, y un

número mayor de empresas mencionaron un incremento del plazo y del tamaño de los préstamos. Al mismo tiempo, pocas empresas señalaron dificultades para obtener préstamos bancarios (7 %, como en la encuesta anterior), debido principalmente a que la disposición de los bancos a conceder crédito no había cambiado.

### Gráfico 23

#### Evolución de las condiciones de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Las cifras se basan en las empresas que habían solicitado préstamos bancarios (incluidos préstamos bancarios subvencionados), líneas de crédito o descubiertos bancarios o en tarjetas de crédito. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las encuestas vigésima a vigesimoséptima (octubre de 2018-marzo de 2019 a abril de 2022-septiembre de 2022).

#### Las empresas indicaron una ampliación de la brecha de financiación y mostraron mayor pesimismo sobre la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa.

La brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta de financiación externa— alcanzó el 9 % en la zona del euro (frente al 1 % de la encuesta anterior). Este resultado fue consecuencia de la combinación de mayores necesidades de financiación externa de las empresas, sobre todo para hacer frente al aumento de los costes de producción, y de una disponibilidad de financiación efectiva algo menor, según los encuestados. En cuanto al futuro, un porcentaje relativamente elevado de empresas esperaba un deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios y líneas de crédito (31 % y 25 %, respectivamente) para el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Históricamente, la dinámica de estos indicadores está relacionada con la actividad actual y futura de las empresas, y una ampliación de la brecha de financiación y menores expectativas de disponibilidad de financiación constituyen factores adversos para el crecimiento del PIB de la zona del euro<sup>11</sup>.

#### El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en octubre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron de nuevo.

<sup>11</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE» de este Boletín Económico.

crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras permaneció sin variación en el 8,9 % en octubre, mientras que el flujo de entradas fue menor que en meses anteriores (panel a del gráfico 24). La elevada tasa de crecimiento de los préstamos a empresas continúa reflejando una demanda fuerte de préstamos bancarios, dado que las empresas utilizan el crédito para financiar los costes más elevados de la producción y la inversión, y sustituyen los bonos por préstamos bancarios, al tiempo que los costes de financiación en los mercados son mayores que los de la financiación bancaria. En términos de composición por plazos, los flujos de préstamos a más largo plazo fueron los que más contribuyeron al crecimiento del crédito a las empresas en octubre, y ello reflejó las elevadas necesidades de financiación de la inversión en términos nominales debido a la inflación y la sustitución de los valores representativos de deuda. La acusada caída de la contribución de los flujos de préstamos a corto plazo en octubre podría estar relacionada con un punto de inflexión en la acumulación de existencias por parte de las empresas, en línea con las señales procedentes de los indicadores de opinión de la variación de existencias, que tienen propiedades de indicador adelantado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta el 4,2 % en octubre, desde el 4,4 % registrado en septiembre (panel b del gráfico 24). Esta evolución se explica por la moderación de los préstamos para adquisición de vivienda por una combinación de fuerzas de oferta y demanda, en la que las entidades endurecieron los criterios de concesión y la demanda se debilitó debido al empeoramiento de las perspectivas económicas, las subidas de los tipos hipotecarios y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda. La información procedente de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#), que tiene propiedades de indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas y a hogares, sugiere que la dinámica crediticia se moderará en los próximos trimestres<sup>12</sup>. Esta valoración es acorde con la previsión de desaceleración de la economía de la zona del euro y con la normalización de la política monetaria.

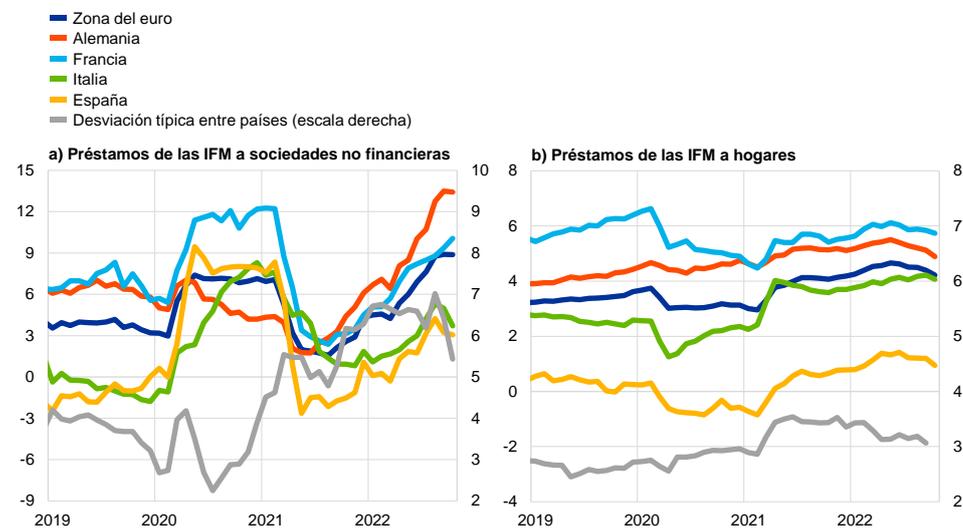
---

<sup>12</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?» de este Boletín Económico.

## Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

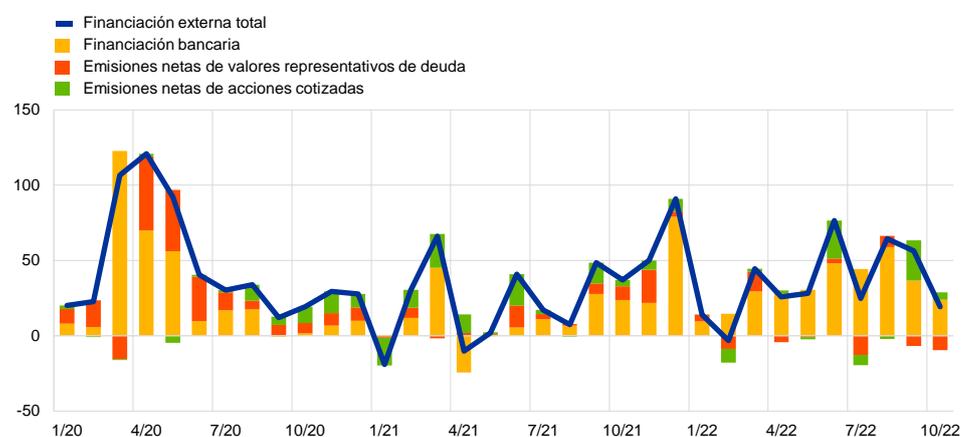
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

**El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó, en un entorno de apoyo procedente de la financiación bancaria.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo desde el 3,6 % observado en septiembre hasta el 3,4 % en octubre, debido al endurecimiento de los tipos de interés de los préstamos y de los criterios de concesión, en un contexto de sólido crecimiento de la inversión, en términos nominales, y de persistencia de las necesidades de capital circulante de las empresas. Desde principios de 2022, los flujos de financiación externa se han visto fuertemente respaldados por el incremento de los volúmenes de préstamos bancarios concedidos a las empresas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas han sido más débiles en general (gráfico 25). La mayor financiación bancaria de las empresas y la menor emisión de valores representativos de deuda reflejan el aumento del coste relativo de la financiación mediante este tipo de valores. El repunte temporal de las emisiones de acciones cotizadas en septiembre obedece a la salida a bolsa por un importe excepcionalmente elevado de una sola empresa.

## Gráfico 25

### Flujos netos de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros)



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

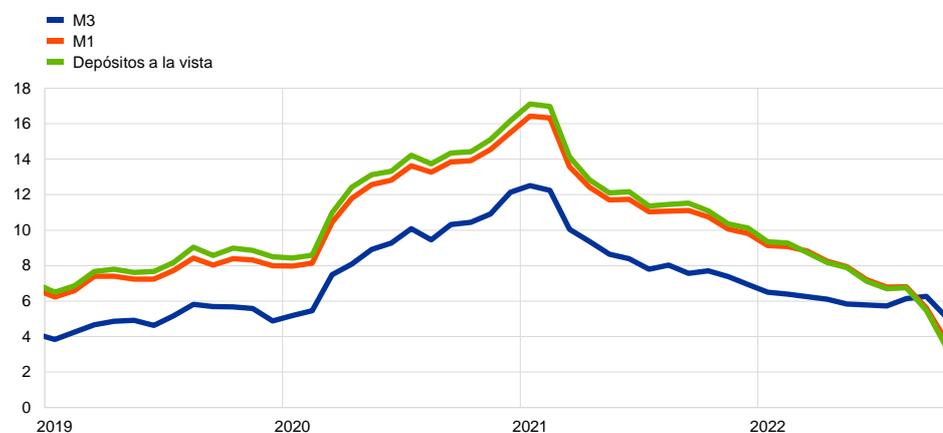
### La redistribución de los fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en octubre en el contexto de la normalización de la política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista registró otra fuerte caída en octubre y se situó en el 3,4 %, frente al 5,5 % observado en septiembre (gráfico 26). El descenso se explica por la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo. Esta redistribución de carteras se ha producido por la remuneración cada vez más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista, en línea con los patrones históricos que son típicos de los ciclos de endurecimiento. El acusado interés por los depósitos a plazo se observa, sobre todo, en las empresas y otras instituciones financieras (OIF), que han estado desplazando fondos desde el verano de 2022, cuando los depósitos a plazo comenzaron a recibir una remuneración relativamente más elevada. Antes los hogares preferían los depósitos a la vista —debido a motivos de precaución y al estrecho diferencial de remuneración entre los depósitos a plazo y a la vista—, pero recientemente han mostrado más interés por los depósitos a plazo ante el aumento del diferencial, aunque la sustitución de carteras fue mucho menos pronunciada que en los otros dos sectores. Al mismo tiempo, los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países.

## Gráfico 26

### 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 octubre de 2022.

#### La dinámica monetaria reanudó la senda de moderación en octubre, reflejo de la evolución del crédito a las empresas y los hogares.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 5,1 % en octubre, desde el 6,3 % registrado en septiembre (gráfico 26). El acusado descenso de esta tasa está relacionado con la reversión de un factor técnico puntual y con la evolución del crédito a las empresas y los hogares<sup>13</sup>. Por lo que se refiere a los componentes, el desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en octubre provocó una fuerte disminución del agregado estrecho M1, lo que redujo su aportación al crecimiento interanual de M3. Al mismo tiempo, los depósitos a plazo incluidos en M3 contribuyeron al crecimiento de este agregado amplio en mayor medida que en meses anteriores. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La aportación de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia siguió disminuyendo como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos en julio de 2022. Asimismo, las salidas monetarias netas anuales hacia el resto del mundo continuaron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio, pues los elevados precios de la energía están teniendo un impacto negativo sobre la balanza comercial de la zona del euro.

<sup>13</sup> Las cifras de M3 correspondientes a septiembre de 2022 incluyen una abultada posición temporal del Eurosistema frente a una cámara de compensación, clasificada en el sector «instituciones financieras no monetarias (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones)». En septiembre, todos los agregados a los que pertenecen estos depósitos estaban inflados por este factor técnico puntual.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuó mejorando en 2022 con respecto a los elevados déficits registrados durante la pandemia, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022. No obstante, se espera que el saldo presupuestario experimente un ligero deterioro en 2023 antes de mejorar nuevamente en 2024. Este empeoramiento transitorio está determinado en gran medida por el significativo apoyo público de carácter discrecional dirigido a contrarrestar el encarecimiento de la energía y el aumento del coste de la vida de los hogares. En las proyecciones anteriores se preveía que estas medidas se limitarían fundamentalmente al año 2022, lo que comportaría una mejora continua de las perspectivas de déficit. Sin embargo, desde entonces, los Gobiernos han presupuestado un nivel de apoyo similar al proporcionado en 2022, de alrededor del 2 % del PIB, o han realizado otros anuncios indicando que en 2023 mantendrán este apoyo. Las proyecciones fiscales siguen sujetas a una incertidumbre notable, relacionada sobre todo con la guerra en Ucrania y con la evolución en los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.*

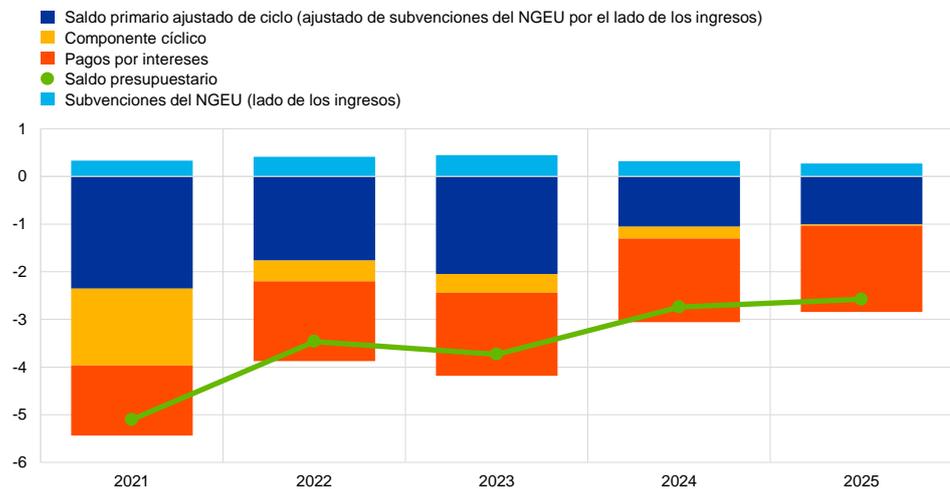
**El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro experimentará un ligero deterioro en 2023, pero mejorará en 2024, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022**<sup>14</sup>. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona en relación con el PIB descendió hasta situarse en el 5,1 % en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes, el 7,1 %, en 2020 (gráfico 27). Esta ratio habría seguido disminuyendo hasta el 3,5 % del PIB en 2022, pero se prevé que aumente levemente y se sitúe en el 3,7 % en 2023. No obstante, se espera que vuelva a reducirse en 2024, cuando debería situarse en el 2,7 %, y que permanezca prácticamente en ese nivel hasta el final del horizonte de proyección en 2025. La mejora del saldo presupuestario en 2022 habría estado impulsada por el ciclo económico y por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado después de que gran parte de las medidas de emergencia frente a la pandemia empezaran a expirar. Las medidas aplicadas en 2022 en respuesta a la elevada inflación y a la guerra en Ucrania son de una cuantía menos elevada que las que se adoptaron durante la

<sup>14</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022», publicadas en el sitio web del BCE el 15 de diciembre de 2022.

pandemia, aunque siguen siendo muy sustanciales —equivalentes a alrededor del 2 % del PIB—. Se espera que en 2023 se articulen medidas de apoyo de una magnitud similar (gráfico 28). Sin embargo, su composición cambiará en favor de las subvenciones, en particular para respaldar los topes a los precios de la energía, y en detrimento de las transferencias sociales, como el apoyo a la renta de los hogares que dominó gran parte de la respuesta inicial de los Gobiernos a la perturbación de los precios energéticos. Con todo, factores no discrecionales, como la disminución de los ingresos extraordinarios, deberían contribuir a un empeoramiento ligero y transitorio del déficit en 2023. La mejora prevista del saldo presupuestario agregado de las Administraciones Públicas en 2024 puede explicarse plenamente por un saldo primario ajustado de ciclo más favorable, bajo el supuesto de expiración las medidas de apoyo público relacionadas con la energía.

**Gráfico 27**  
Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)

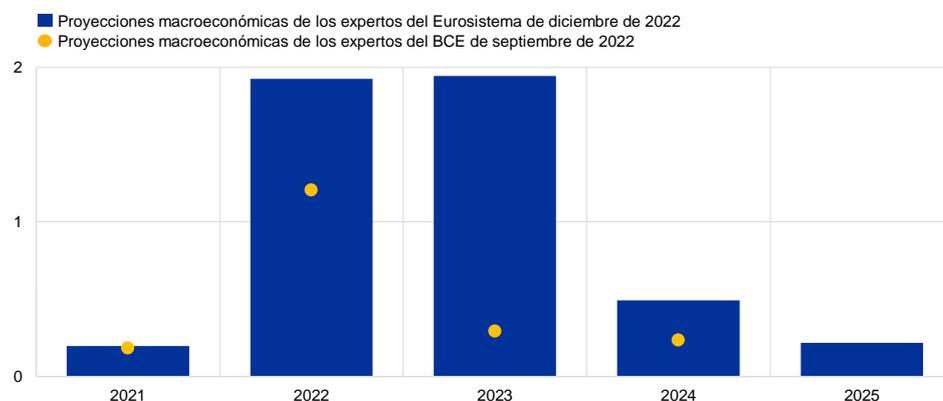


Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

## Gráfico 28

### Apoyo presupuestario en la zona del euro en respuesta a los elevados niveles de los precios energéticos y de inflación

(porcentajes del PIB, nivel por año)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas.

**La orientación de la política fiscal de la zona del euro se habría endurecido en 2022 y, aunque en 2023 se relajaría moderadamente, se espera que experimente un endurecimiento significativo en 2024, salvo que se adopten medidas discrecionales adicionales**<sup>15</sup>. En 2022, el tono más restrictivo que recoge este indicador de la orientación de la política fiscal puede atribuirse a importantes factores no discrecionales, que principalmente reflejan la continuación de los elevados ingresos extraordinarios que ya había comenzado el año anterior. La relajación de la orientación fiscal esperada en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de dichos ingresos, que contrarresta con creces un cierto endurecimiento de las medidas discrecionales generales. Este tono más restrictivo se debe a la retirada de parte de las amplias medidas frente a la pandemia y de estímulo para la recuperación adoptadas desde el inicio de la crisis del coronavirus (COVID-19). Con todo, se espera que la orientación de la política fiscal se endurezca de forma significativa en 2024, cuando la mayoría de las medidas de apoyo frente a la inflación deberían expirar —aunque esta proyección está sujeta a una incertidumbre considerable—, y que la orientación sea prácticamente neutral al final del horizonte, en 2025<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU) procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

<sup>16</sup> Se estima que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU (a fecha de 2021), fue de +1 punto porcentual del PIB en 2021 y +0,5 puntos porcentuales del PIB en 2022. Se prevé que sea de -0,3, +1 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, se ha revisado en +0,4 puntos porcentuales para 2022 y en -1 y +1,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, respectivamente.

**En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario agregado de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para 2022, pero se espera una evolución significativamente más adversa en 2023.** En particular, la ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales, debido a unas contribuciones mejores de lo esperado tanto del ciclo económico como del saldo primario ajustado de ciclo. Sin embargo, en 2023, el saldo presupuestario empeoraría de forma muy acusada —en 0,9 puntos porcentuales de PIB—, principalmente como consecuencia de un ciclo primario ajustado de saldo más negativo, reflejo de la expectativa de que se mantengan las medidas de apoyo público relacionadas con la elevada inflación y con la guerra en Ucrania<sup>17</sup>.

**Después de incrementarse de forma notable en 2020, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se reduzca poco a poco hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2024 y 2025, pero que permanezca por encima de su nivel anterior a la crisis.** Después de que la ratio de deuda aumentara en unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020, el déficit primario aún elevado contabilizado en 2021 se habría visto contrarrestado con creces por la importante contribución de un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable a la reducción de la deuda. Esto se plasmó en una disminución moderada de la ratio de deuda sobre el PIB, que continuaría descendiendo de manera lenta pero sostenida en el período comprendido entre 2022 y 2025. Este descenso sería el resultado de unas contribuciones todavía favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento que compensarían los déficits primarios —que aumentan la deuda—, mientras que los ajustes entre déficit y deuda deberían ser prácticamente neutros en términos acumulados durante todo el horizonte de proyección (gráfico 29). Se prevé que, al final de dicho horizonte, en 2025, la ratio de deuda se sitúe en el 88 % del PIB, es decir, 4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado antes de la crisis en 2019.

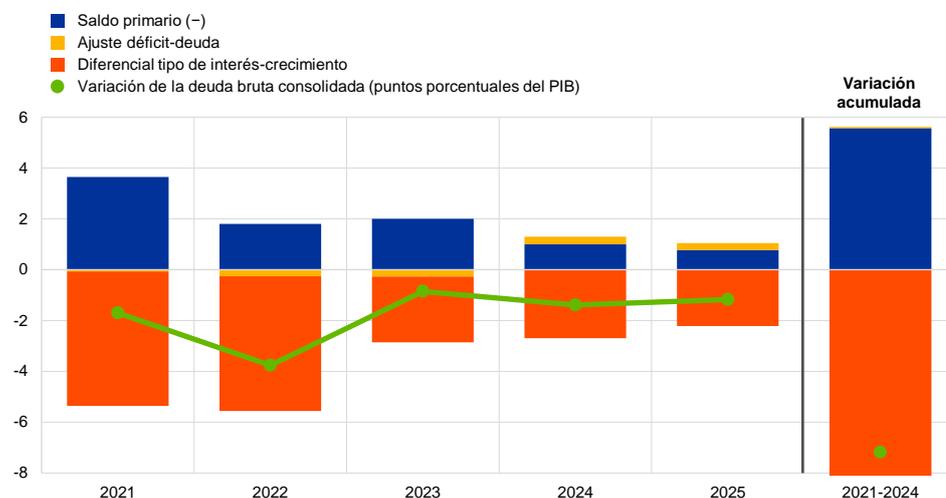
---

<sup>17</sup> Se estima que las medidas adicionales de apoyo público destinadas a compensar el aumento de los precios de la energía y otros gastos en respuesta a la guerra en Ucrania ascenderán al 0,9 % del PIB de la zona del euro en 2022.

## Gráfico 29

### Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

**Las proyecciones fiscales de referencia continúan sujetas a una incertidumbre considerable, relacionada fundamentalmente con los elevados precios energéticos y el entorno inflacionista y con las posibles respuestas de política.** En lo que respecta a los supuestos fiscales, los riesgos para el escenario de referencia actual apuntan a estímulos fiscales adicionales en 2023-2024 y a un nuevo aplazamiento de la retirada del apoyo fiscal discrecional ya incorporado en las previsiones.

**Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía.** Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. Una coordinación efectiva y continua de las políticas en la zona del euro será importante para garantizar que las políticas fiscales no contribuyen a las presiones inflacionistas al tiempo que protegen la sostenibilidad de la deuda y promueven la capacidad de las finanzas públicas para favorecer el crecimiento<sup>18</sup>. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

<sup>18</sup> El análisis más reciente del Eurosistema sobre el impacto de las medidas de apoyo relacionadas con la energía para 2023 sugiere que su magnitud podría ser significativamente mayor que la contemplada en las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión a partir de la información recogida en los proyectos de planes presupuestarios de los Estados miembros. Ello sugiere que es probable que se materialicen los riesgos que la Comisión ha identificado a este respecto. Para información más detallada, véase el recuadro 8 titulado «Implicaciones para la política fiscal de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023» de este Boletín Económico.

# Recuadros

## 1 Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos

Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo y Laura Lebastard

**La inflación ha aumentado de forma acusada en la zona del euro y en Estados Unidos desde principios de 2021.** La inflación general se incrementó antes y con más fuerza en Estados Unidos, pero se ha mantenido en niveles más elevados en la zona del euro desde julio de 2022<sup>1</sup>. En noviembre, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro se situó en el 10,1 %, tras el 10,6 % registrado en octubre, mientras que el Índice de Precios de Consumo (IPC) de Estados Unidos alcanzó un máximo del 9,1 % en junio y después se moderó algo hasta situarse en el 7,1 % en noviembre.

---

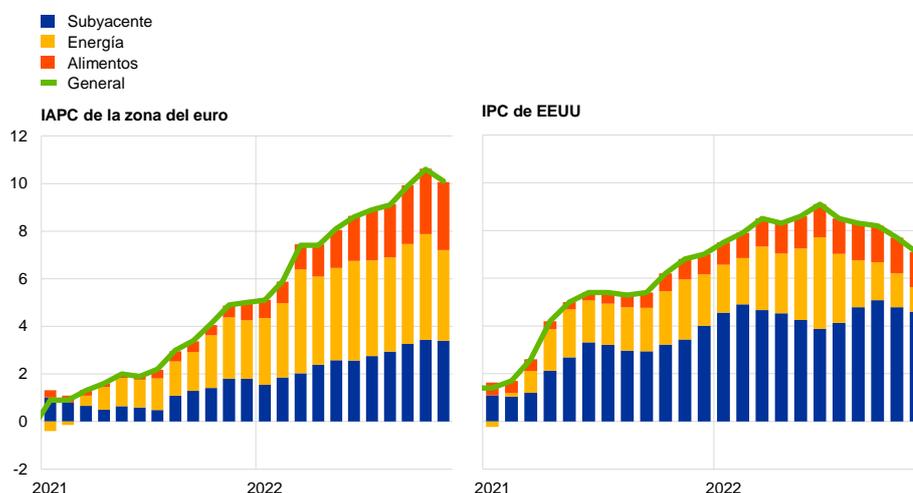
<sup>1</sup> Para más información sobre la evolución anterior de la inflación, véanse el recuadro titulado «Comparación de la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro» *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y el recuadro titulado «Datos actualizados sobre la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

## Gráfico A

### Inflación general y componentes

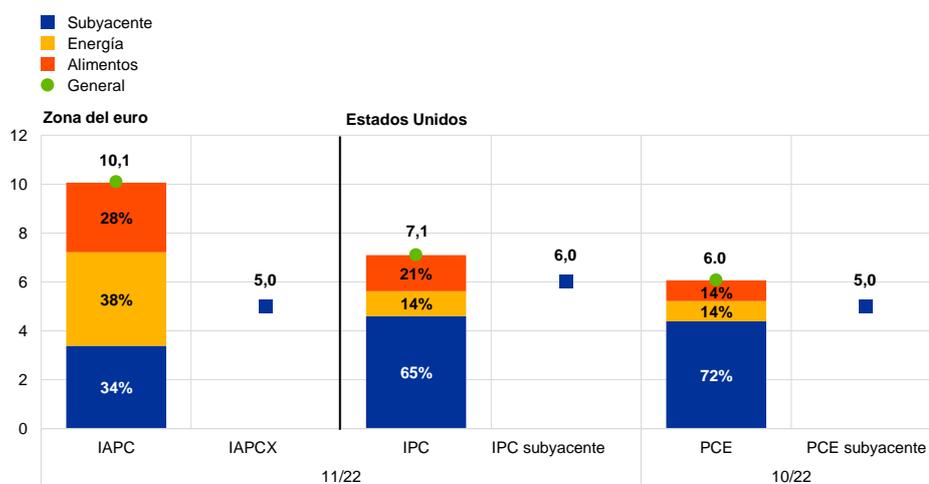
#### a) Evolución de la inflación

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



#### b) Contribución de los principales componentes de la inflación

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



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

Notas: El IAPCX es el IAPC sin energía ni alimentos (es decir, la inflación subyacente) de la zona del euro. El PCE es el índice de precios del gasto en consumo personal de Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre para el IAPC y el IPC, y a octubre para el PCE.

### El avance de los precios de la energía y los alimentos ha influido de forma importante en la mayor inflación general registrada en la zona del euro. En

noviembre, la tasa de crecimiento de los precios de la energía por sí sola supuso el 38 % de la inflación general de la zona del euro, pero únicamente el 14 % en Estados Unidos. En conjunto, la inflación de la energía y de los alimentos representa alrededor de dos tercios de la inflación general en la zona del euro, comparado con solo en torno a un tercio en Estados Unidos (gráfico A). La mayor tasa de avance de los precios de la energía en la zona del euro se explica fundamentalmente por las subidas mucho más acusadas de los precios del gas natural —debido al importante papel que desempeñaba el gas ruso en la zona del euro antes de la guerra de Rusia

contra Ucrania— y por los efectos arrastre sobre los precios de la electricidad<sup>2</sup>. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 5 % en noviembre en la zona del euro. Este nivel seguía siendo inferior al del IPC de Estados Unidos, sin energía ni alimentos (inflación subyacente), que alcanzó el 6 % en el mismo mes. Sin embargo, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó estable en un nivel elevado en noviembre, mientras que el IPC, sin energía ni alimentos, de Estados Unidos disminuyó ligeramente.

**La recuperación más fuerte registrada en Estados Unidos basada en el consumo ha sido un factor fundamental que explica las diferencias en la evolución de la inflación subyacente entre las dos economías.** El PIB real de Estados Unidos volvió a su nivel anterior a la pandemia unos dos trimestres antes que el de la zona del euro (gráfico B), principalmente como consecuencia del repunte más vigoroso del consumo privado y de la inversión en el país americano. En concreto, en la zona del euro, el consumo privado de bienes y servicios no ha recuperado hasta hace muy poco el nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, mientras que en Estados Unidos ya había superado su cota prepandemia a principios de 2021. En este país, la mayor fortaleza del gasto en consumo, unida a un alivio más rápido de los cuellos de botella en la oferta, también respaldó el retorno de la inversión privada no residencial a su nivel previo a la pandemia en la primera mitad de 2021. En cambio, en la zona del euro, esta inversión, ajustada por una inversión en activos intangibles especialmente volátil, no sobrepasó su nivel prepandemia hasta finales de 2021.

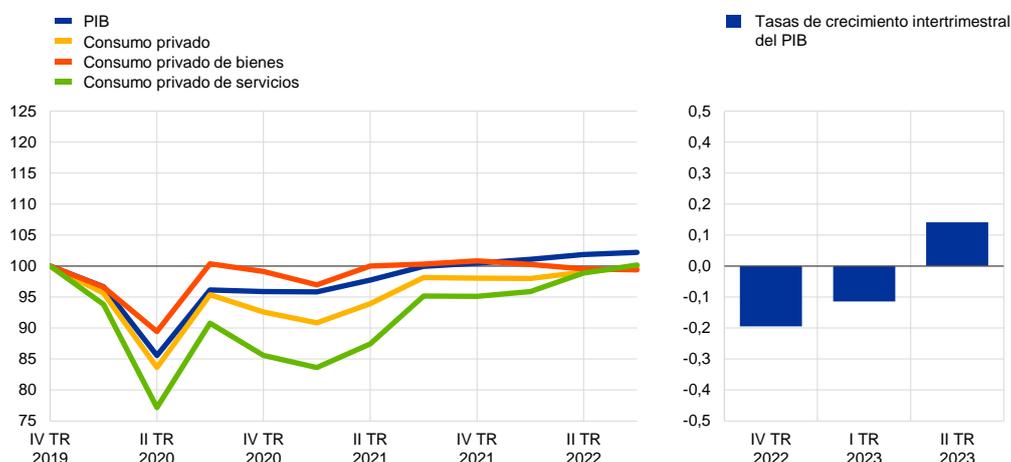
---

<sup>2</sup> Véanse el recuadro titulado «Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022, y el recuadro titulado «El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

## Gráfico B PIB real y consumo

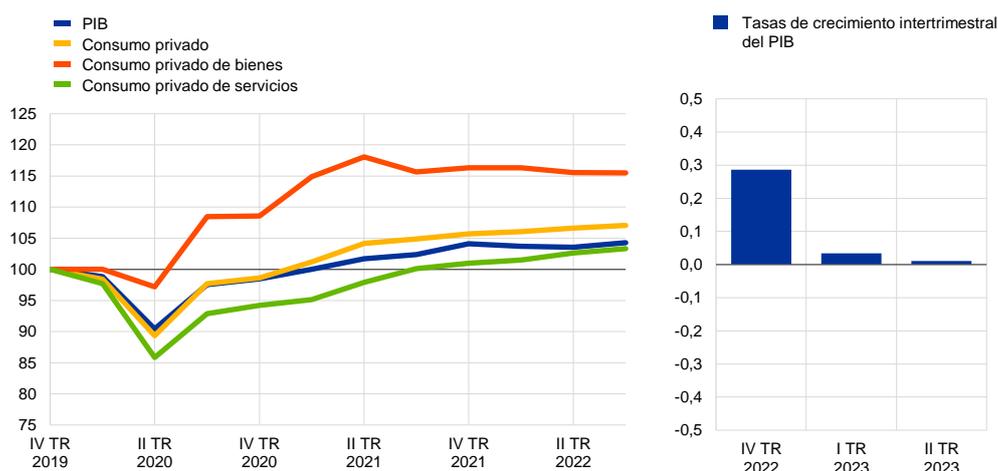
### a) Zona del euro

(IV TR 2019 = 100; tasas de variación intertrimestral)



### b) Estados Unidos

(IV TR 2019 = 100; tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, base de datos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022 y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones de los paneles de la izquierda corresponden al tercer trimestre de 2022. Los paneles de la derecha muestran el crecimiento proyectado del PIB.

### Hay dos factores que pueden explicar gran parte de las diferencias en el crecimiento del consumo entre las dos economías: el diseño de la política fiscal y la dinámica de la relación real de intercambio.

En primer lugar, la recuperación vigorosa y muy rápida del consumo de bienes en Estados Unidos se vio impulsada por el apoyo general y relativamente elevado a las rentas de los hogares durante la pandemia, que incluyó cheques de estímulo y mayores prestaciones por desempleo<sup>3</sup>. En la zona del euro, el apoyo público estuvo más dirigido a los colectivos más expuestos a la pandemia, bien a través de la

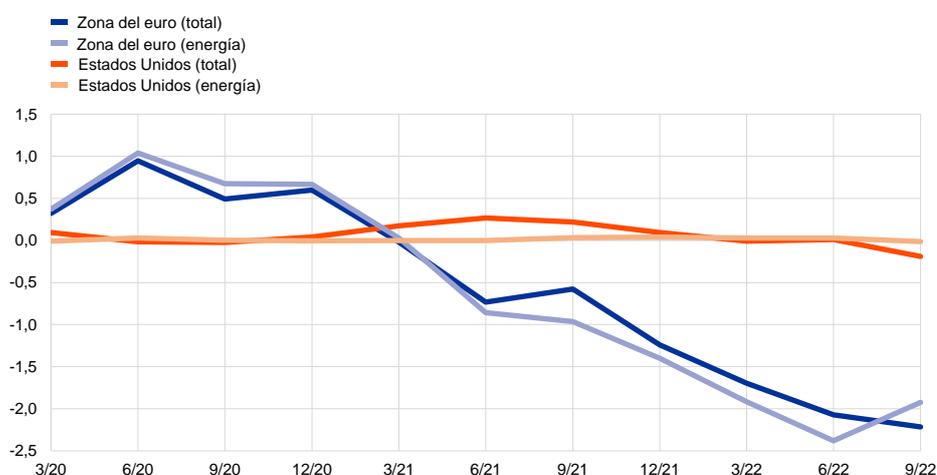
<sup>3</sup> Véanse también el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021, y «The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance», OCDE, enero de 2022.

compensación por la pérdida de rentas o a través de los programas de mantenimiento del empleo<sup>4</sup>. En segundo lugar, la subida de los precios de la energía a partir de la primavera de 2021, que se vio agudizada significativamente un año después por la guerra en Ucrania, dio lugar a una perturbación en la relación real de intercambio. Esta perturbación afectó con mucha mayor dureza a la zona del euro que a Estados Unidos, al ser la primera altamente dependiente de las importaciones de gas de Rusia (gráfico C)<sup>5</sup>. Este impacto se intensificó por la evolución de los tipos de cambio, ya que el dólar estadounidense se apreció con fuerza, mientras que el euro se depreció, no solo frente al dólar, sino también en términos efectivos. En la zona del euro, el impacto estimado fue equivalente a una transferencia de alrededor del 2,2 % del PIB al resto del mundo, en términos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2022. En Estados Unidos, el efecto sobre las rentas fue prácticamente neutral, dado que este país es autosuficiente desde el punto de vista energético. El deterioro de la relación real de intercambio redujo de forma considerable la renta disponible de los hogares en la zona del euro, lo que afectó con especial intensidad a la demanda de bienes duraderos<sup>6</sup>. Las pérdidas de ingresos a través de este canal pueden seguir aumentando y, por tanto, frenar la actividad de la zona del euro en los próximos trimestres.

### Gráfico C

#### Efectos renta de la relación real de intercambio

(impacto en el crecimiento interanual del PIB, en puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El efecto renta de la relación real de intercambio se calcula ponderando las variaciones de los precios de exportación y de importación por sus respectivos valores pasados (desfase de un año), y se expresa en porcentaje del PIB. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

**En consonancia con la recuperación más lenta de la zona del euro el año pasado, la importancia de la demanda como factor impulsor de la inflación subyacente ha crecido de manera más gradual y tardía que en Estados Unidos**

<sup>4</sup> Véase M. Licchetta *et al.* (2022), «Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis», *European Economy Discussion Paper*, 160, Comisión Europea, marzo.

<sup>5</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

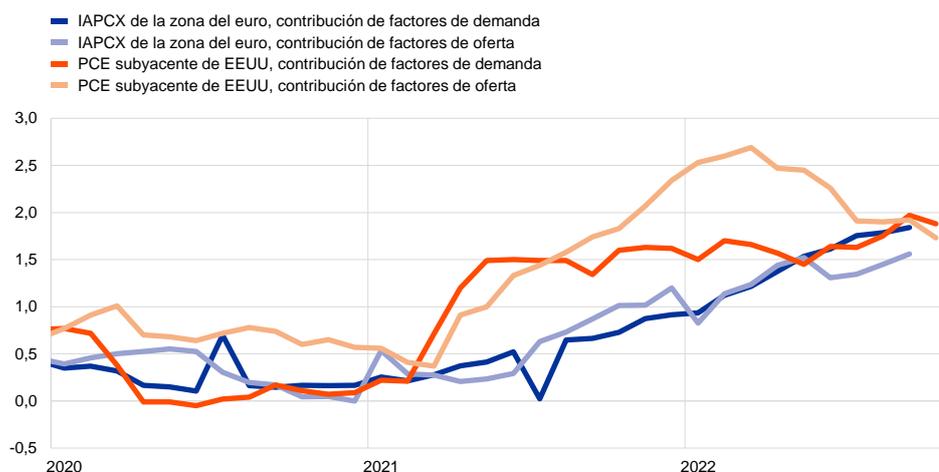
<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro» de este Boletín Económico.

**(gráfico D).** En Estados Unidos, la contribución de la demanda a la inflación subyacente ya había alcanzado niveles de alrededor de 1,5 puntos porcentuales a mediados de 2021 y siguió aumentando hasta situarse en casi 2 puntos porcentuales recientemente, mientras que en la zona del euro experimentó un incremento mucho más paulatino y no alcanzó cotas superiores a 1,5 puntos porcentuales hasta hace pocos meses. En cuanto a la tasa de variación de los precios de los bienes, la contribución de la oferta sigue siendo mayor que la de la demanda tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. En lo que respecta a los servicios, los factores de oferta han tenido una influencia mayor en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro han destacado más los factores de demanda. En la inflación de los servicios, donde el factor trabajo suele ser, con diferencia, el más relevante, la mayor importancia absoluta y relativa de los factores de oferta en Estados Unidos puede estar relacionada, en parte, con el tensionamiento más fuerte del mercado de trabajo y el impacto más intenso de la escasez de mano de obra sobre los salarios, en comparación con la zona del euro<sup>7</sup>.

### Gráfico D

#### Descomposición de la inflación subyacente en componentes de demanda y de oferta

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las medidas de la inflación subyacente son el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), para la zona del euro y el deflactor del gasto en consumo personal sin energía ni alimentos (PCE subyacente) para Estados Unidos. Las series están desestacionalizadas. Los datos se basan en una aplicación de A. H. Shapiro, «How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?», *FRBSF Economic Letters*, n.º 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 de junio de 2022; y A. H. Shapiro, «Decomposing Supply and Demand Driven Inflation», *Working Papers*, n.º 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, octubre de 2022. Para conocer los resultados para la zona del euro, véase el recuadro titulado «El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022 para la zona del euro y a octubre de 2022 para Estados Unidos.

**De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a corto plazo son más débiles para la zona del euro que para Estados Unidos, lo que implica que el impulso que recibirá la inflación procedente de la actividad económica seguirá siendo menor en la zona del euro.** Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, el PIB real se

<sup>7</sup> Para más información sobre la evolución de los salarios, véase el recuadro titulado «Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages» del artículo titulado «Wage developments and their determinants since the start of the pandemic» de este Boletín Económico.

contraerá ligeramente en el cuarto trimestre de 2022 y en el primero de 2023 en la zona del euro, mientras que continuará siendo positivo, aunque modesto, en Estados Unidos (gráfico B). En esas mismas proyecciones se prevé que la inflación medida por el IAPC general se sitúe en el 6,3 % en 2023 y en el 3,4 % en 2024, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será del 4,2 % en 2023 y del 2,8 % en 2024. Si bien se espera que la inflación general se mantenga en niveles más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos a corto plazo como consecuencia de la mayor exposición de la primera a perturbaciones en los precios de la energía relacionadas con la guerra en Ucrania, se prevé que la inflación subyacente siga siendo algo más baja que en Estados Unidos, en un contexto de persistente deterioro de la relación real de intercambio y de menor tensionamiento del mercado de trabajo.

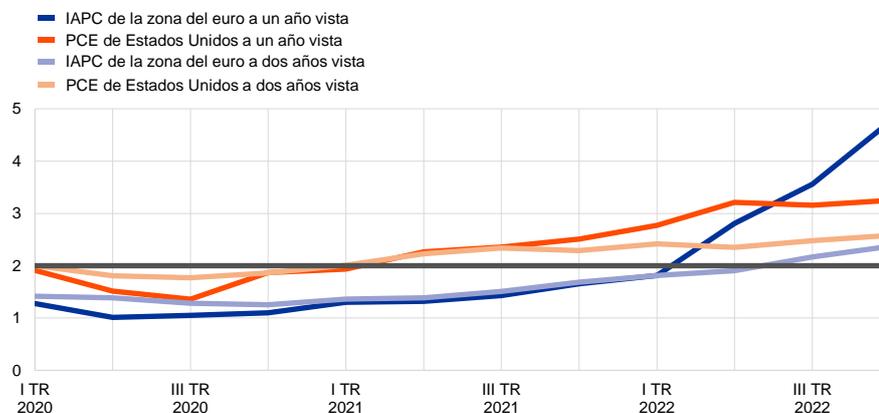
**Los expertos en previsión económica esperan que la inflación a dos años vista sea ligeramente más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro.**

De acuerdo con la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), la inflación medida por el IAPC a un año en la zona del euro se situaría en el 4,8 %. Este nivel es considerablemente más alto que la inflación medida por el índice de precios del gasto en consumo personal (PCE) de Estados Unidos, que sería del 3 % a un año vista, según la encuesta llevada a cabo por la Reserva Federal de Filadelfia en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico E). Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a dos años para Estados Unidos se sitúan en el 2,6 % para el PCE y en el 2,8% para el IPC, mientras que las expectativas de inflación al mismo plazo para el IAPC de la zona del euro se sitúan en el 2,4 % (gráfico E). Estos resultados sugieren que los niveles de inflación superiores al objetivo del banco central serían algo más persistentes en el país americano. Ello podría ser consecuencia del mayor peso del componente interno de la inflación en Estados Unidos, así como de unas expectativas más optimistas en general acerca del crecimiento y el dinamismo del mercado de trabajo en dicho país.

## Gráfico E

### Expectativas y proyecciones de inflación a corto y medio plazo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2022 y encuesta a expertos en previsión económica de la Reserva Federal de Filadelfia correspondiente al cuarto trimestre de 2022 (EPE de Estados Unidos).

Notas: La EPE de Estados Unidos se lleva a cabo un mes más tarde que la EPE de la zona del euro. Para la EPE de Estados Unidos, las expectativas a un año vista se calculan como la tasa de inflación media esperada de los cuatro trimestres posteriores a la ronda de la encuesta (es decir, para la encuesta realizada en el cuarto trimestre de 2022, sería la media del período comprendido entre el primer trimestre de 2023 y el cuarto trimestre de 2023) y las expectativas de inflación a dos años vista son las expectativas en el trimestre en el que se lleva a cabo la encuesta para dentro de dos años. Para la EPE de la zona del euro, las expectativas a un año vista se calculan como la tasa de inflación esperada un año después de los últimos datos disponibles (es decir, en el cuarto trimestre de 2022 estaban disponibles los datos de septiembre de 2022 y la expectativa a un año vista se refiere a la tasa de inflación interanual esperada en septiembre de 2023) y las expectativas de inflación a dos años vista se calculan como la tasa de inflación esperada dos años después de los últimos datos disponibles (por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2022 estaban disponibles los datos de septiembre de 2022 y la expectativa a dos años vista se refiere a la tasa de inflación interanual esperada en septiembre de 2024).

## Croacia adopta el euro

Matteo Falagiarda y Christine Gartner

**El 1 de enero de 2023, Croacia adoptó el euro y se convirtió en el vigésimo miembro de la zona del euro.** Las evaluaciones recogidas en los informes de convergencia de 2022 de la [Comisión Europea](#) y del [Banco Central Europeo](#) allanaron el camino para la primera ampliación de la zona del euro desde la entrada de Lituania en 2015<sup>1</sup>. El 12 de julio de 2022, el Consejo de la Unión Europea aprobó formalmente la incorporación de Croacia a la zona del euro y fijó el tipo de conversión de la kuna croata en 7,53450 kunas por euro<sup>2</sup>, el nivel de la paridad central de la kuna durante el período en el que el país participó en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)<sup>3</sup>.

**Croacia es una economía pequeña que está bien integrada con la zona del euro a través de vínculos comerciales y financieros.** Tiene una población de unos cuatro millones de habitantes y su PIB supone aproximadamente el 0,5 % del PIB de la zona del euro. La composición del valor añadido bruto del país es similar, en líneas generales, a la de la zona del euro en su conjunto, con una contribución de la industria (incluida la construcción) y de los servicios de alrededor del 25 % y del 72 %, respectivamente (panel a del gráfico A). El turismo domina el sector servicios de Croacia y sus ingresos representaron en torno al 19 % del PIB en 2019. Este porcentaje descendió de forma significativa en 2020 debido a la pandemia de coronavirus (COVID-19), pero volvió a aumentar en 2021 y 2022, siendo, con diferencia, el más elevado de todos los Estados miembros de la UE (panel b del gráfico A). El turismo tiene además unas repercusiones considerables en otros sectores de la economía.

---

<sup>1</sup> Los informes de convergencia de la Comisión Europea y del BCE se elaboran según lo establecido en el artículo 140, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

<sup>2</sup> Véase «[Croacia se incorporará a la zona del euro el 1 de enero de 2023](#)», *nota de prensa*, BCE, 12 de julio de 2022.

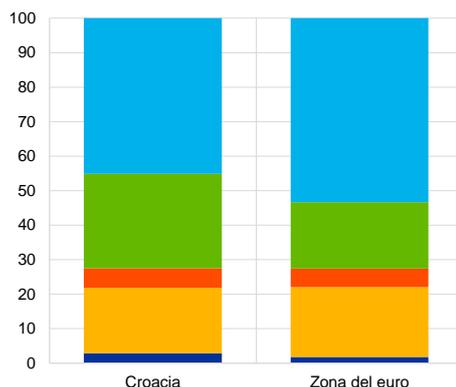
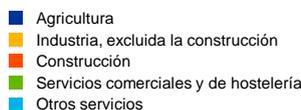
<sup>3</sup> Véanse el recuadro titulado «[La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio \(MTC II\)](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020, y el artículo titulado «[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Estructura de la economía croata

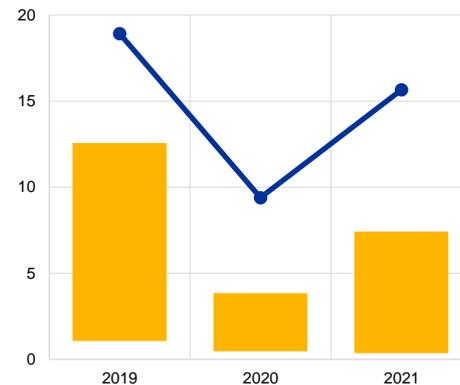
#### a) Valor añadido bruto por actividad económica

(en porcentaje del total)



#### b) Ingresos turísticos

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: El panel a se basa en el valor añadido bruto a precios corrientes en el segundo trimestre de 2022. «Servicios comerciales y de hostelería» incluye actividades comerciales, de transporte y de alojamiento y restauración. El panel b se basa en los ingresos turísticos de las estadísticas de balanza de pagos, que miden el gasto en bienes y servicios efectuado por no residentes al visitar el país. Las barras amarillas indican el rango mínimo-máximo en todos los demás Estados miembros de la UE.

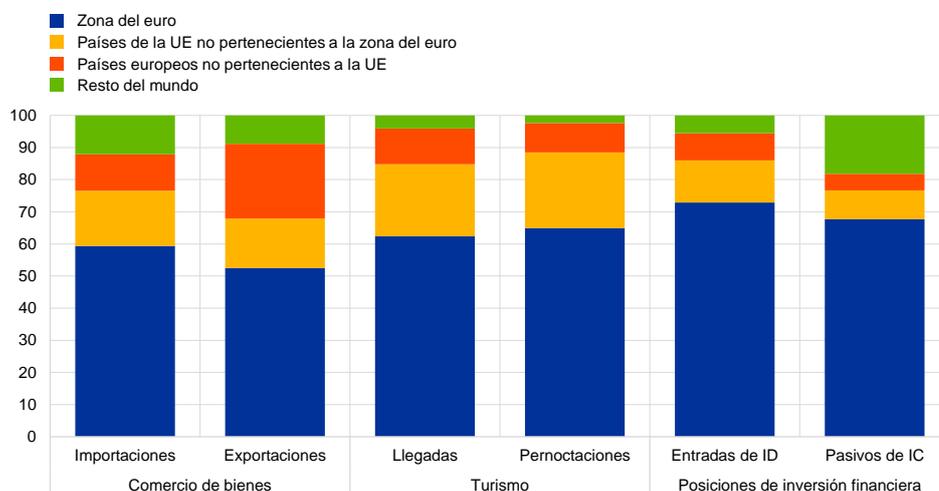
La zona del euro es el principal socio comercial y financiero de Croacia (gráfico B). Además, los bancos propiedad de instituciones financieras domiciliadas en otros países de la zona desempeñan un papel dominante en el sistema bancario croata. Antes de que Croacia adoptara formalmente el euro, su economía también se caracterizaba por un alto grado de «eurización». Un porcentaje sustancial de la deuda pública y privada se emitía en euros, reflejo de la composición por monedas del ahorro de los hogares y de los activos líquidos de las sociedades no financieras (gráfico C)<sup>4</sup>. En general, el ciclo económico del país ha estado muy sincronizado con el de la zona del euro durante los diez años que han precedido a la adopción de la moneda única.

<sup>4</sup> Sin embargo, para los países no pertenecientes a la zona del euro, un elevado grado de eurización también puede comportar riesgos y limitar la flexibilidad de las políticas económicas internas.

## Gráfico B

### Vínculos comerciales y financieros de Croacia con la zona del euro

(en porcentaje del total)



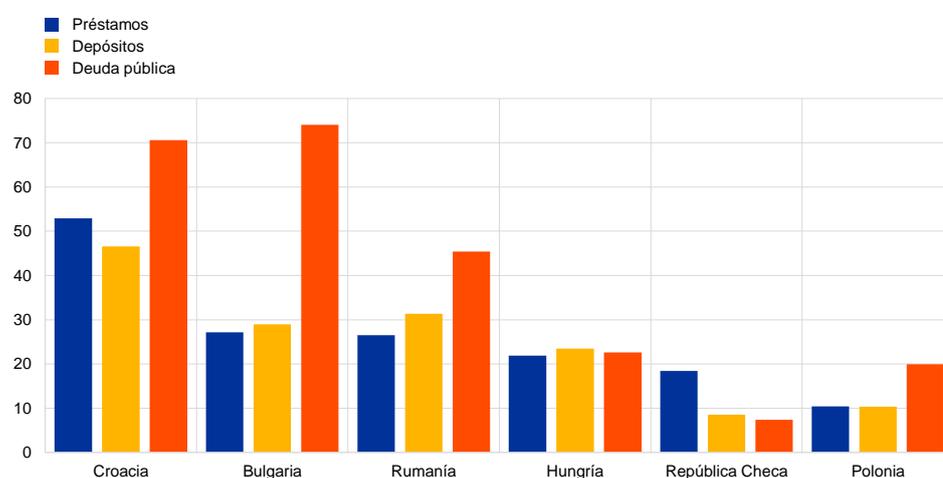
Fuentes: Croatian Bureau of Statistics, FMI (CDIS y CPIS) y cálculos de los autores.

Notas: «ID» corresponde a la inversión directa e «IC» a la inversión de cartera. «CDIS» se refiere a la encuesta coordinada de inversión directa y «CPIS» a la encuesta coordinada de inversión de cartera. Los datos corresponden a 2021 para el comercio de bienes, el turismo y los pasivos de la IC y a 2020 para las posiciones de ID. En las llegadas y pernoctaciones de turistas no se han considerado los turistas nacionales. Los porcentajes correspondientes a los pasivos de IC se han calculado a partir de datos espejo relativos a activos bilaterales frente a Croacia.

## Gráfico C

### Porcentaje de préstamos, depósitos y deuda pública denominados en euros

(en porcentaje del total)



Fuentes: BCE y cálculos de los autores.

Notas: Los datos se refieren a los saldos vivos de los préstamos y depósitos de las instituciones financieras no monetarias, excluidas las Administraciones Públicas, al final de agosto de 2022 y al saldo de deuda de las Administraciones Públicas al final de 2021.

**Se espera que la economía de Croacia se beneficie de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, así como de la disminución de los costes de transacción y financiación.** Dada la ya profunda integración de Croacia con la zona del euro, y suponiendo que de aquí en adelante se apliquen políticas fiscales, estructurales y financieras sólidas, se espera que la adopción del euro reporte beneficios al país. Estos incluyen, entre otros: i) la eliminación del riesgo de tipo de cambio frente al euro, que recientemente ha sido una de las principales fuentes de vulnerabilidad de

la economía croata; ii) un impacto positivo en el comercio exterior (incluido el turismo) y en la inversión como resultado de la disminución de los costes de transacción y de la mayor transparencia y comparabilidad de los precios<sup>5</sup>, y iii) un descenso de los costes de financiación de la economía debido al firme anclaje de las expectativas de inflación, así como a la reducción de los costes regulatorios y del riesgo cambiario. Cualquier coste y riesgo asociado a la adopción del euro debería ser relativamente reducido, y sobre todo puntual, como los costes relacionados con la introducción del euro o el riesgo de subidas de precios injustificadas (frente a los cuales las autoridades croatas han implementado varias medidas). Teniendo en cuenta el alto nivel actual de integración económica y financiera de Croacia con la zona del euro y la estabilidad previa del tipo de cambio HRK/EUR, es probable que el coste de perder la capacidad de ajustar el tipo de cambio como herramienta de política macroeconómica ante perturbaciones asimétricas sea bajo. Con todo, para limitar la materialización de tales costes, las autoridades croatas deben aplicar políticas económicas y fiscales sólidas, respetando al mismo tiempo las inevitables limitaciones asociadas a una moneda común y a una política monetaria única.

**Tras su adhesión a la UE en 2013, Croacia avanzó de forma significativa en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y en la consecución de la convergencia con la zona del euro.** Los desequilibrios macroeconómicos que se pusieron de manifiesto durante la prolongada recesión vivida entre 2009 y 2014 se corrigieron de forma gradual. Estos desequilibrios estuvieron relacionados con niveles elevados de deuda externa, privada y pública en un contexto de bajo crecimiento potencial. La recuperación económica posterior y la adopción de medidas creíbles, como una orientación prudente de la política fiscal y las reformas del mercado laboral y del entorno empresarial, propiciaron la disminución sostenida de esas vulnerabilidades. Al mismo tiempo, Croacia alcanzó un considerable grado de convergencia real con la zona del euro. Su PIB per cápita, que en 2012 (justo antes de su incorporación a la UE) se cifraba en alrededor del 55 % de la media de la zona del euro, se situó ligeramente por encima del 70 % en 2022 (panel a del gráfico D). El crecimiento real de Croacia siguió la senda de convergencia generalmente observada en los países que adoptaron el euro después de 2002 y en otros países no pertenecientes a la zona del euro (panel b del gráfico D). Además, logró la convergencia en el ámbito de la supervisión bancaria en 2020 con la entrada en vigor del marco de cooperación estrecha, una vía de acceso a la unión bancaria para los países de fuera de la zona<sup>6</sup>. Este marco garantizaba la aplicación de estándares de supervisión uniformes, contribuyendo así a salvaguardar la estabilidad financiera y a fomentar el proceso de integración financiera.

<sup>5</sup> Se espera que el comercio y el turismo también se beneficien de la incorporación de Croacia al espacio Schengen, que tuvo lugar el 1 de enero de 2023.

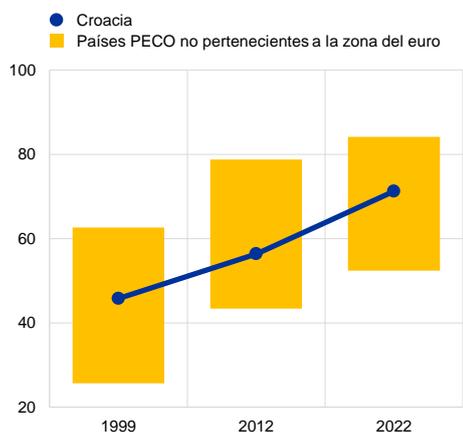
<sup>6</sup> Para información más detallada, véase «[El BCE establece una cooperación estrecha con el banco central de Croacia](#)», *nota de prensa*, BCE, 10 de julio de 2020.

## Gráfico D

### PIB real per cápita

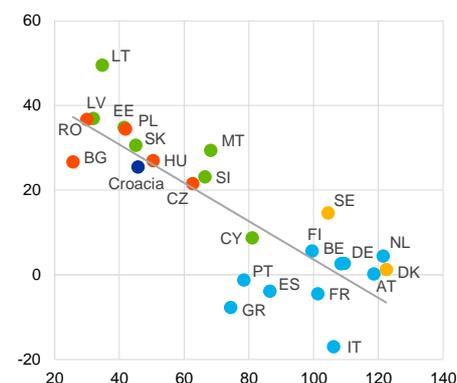
a) En relación con la media de la zona del euro

(índice: zona del euro = 100)



b) Nivel inicial en 1999 comparado con la variación posterior con respecto a la media de la zona del euro

(índice: zona del euro = 100; eje de abscisas: nivel en 1999; eje de ordenadas: variación del nivel [1999-2022])



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos de los autores.

Notas: Basado en el PIB real per cápita en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). Para más detalles, véase el recuadro 2 en J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. F. Heinz, y S. Muzikarova, «Real convergence in the euro area: a long-term perspective», *Occasional Paper Series*, n.º 203, BCE, diciembre de 2017. Los datos correspondientes a 2022 proceden de las previsiones económicas de otoño de 2022 de la Comisión Europea. «PECO» se refiere a los «países de Europa Central y Oriental». En el panel a, las barras de color amarillo indican el rango mínimo-máximo en los países PECO no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía). En el panel b, los puntos rojos representan a los países PECO no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), los puntos amarillos a Dinamarca y Suecia, los puntos verdes a los países que se incorporaron a la zona del euro después de 2002 (Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia, Letonia, Lituania y Estonia), y los puntos azul claro a los países que se incorporaron a la zona del euro antes de 2002 (Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia). Se excluye Irlanda por la revisión excepcional del PIB realizada para 2015, que no reflejó el crecimiento efectivo de la actividad económica, así como Luxemburgo por la distorsión en los cálculos del PIB per cápita debida al elevado número de trabajadores transfronterizos.

### La economía croata se recuperó con fuerza de la sustancial caída del producto registrada en 2020 y se mantuvo resiliente frente a las consecuencias económicas de la invasión rusa de Ucrania.

Como resultado de la fuerte dependencia de Croacia del turismo, la pandemia tuvo un importante coste para su economía, cuyo PIB real se contrajo un 8,6 % en 2020. Aunque las medidas de apoyo ayudaron a mitigar el impacto económico de la crisis, la recesión revirtió temporalmente los avances en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos logrados antes de la pandemia. En 2021, la economía repuntó de nuevo y experimentó un crecimiento de dos dígitos (13,1 %) gracias al éxito de la temporada turística, así como al intenso dinamismo del consumo privado y de la inversión. Además, en 2022, Croacia continuó siendo uno de los Estados miembros de la UE cuya economía creció a mayor ritmo, debido al buen comportamiento sostenido del sector turístico y a una exposición comercial y financiera directa a Rusia relativamente limitada<sup>7</sup>. Como consecuencia del acusado encarecimiento de la energía y de los alimentos, la inflación de los precios de consumo siguió aumentando en 2022 y superó considerablemente la observada en la zona del euro. Las medidas fiscales, como las reducciones del impuesto sobre el valor añadido y el establecimiento de topes a los precios del gas, la electricidad y los alimentos básicos, los recortes de los impuestos especiales sobre los combustibles y la

<sup>7</sup> En su [examen exhaustivo de 2022](#), la Comisión Europea concluyó que Croacia, país en el que se detectaron desequilibrios en 2021, no presentaba ningún desequilibrio.

congelación de los márgenes de los productos petrolíferos, contribuyeron a mitigar temporalmente las presiones inflacionistas. En general, las múltiples perturbaciones generadas por la crisis del COVID-19 y por la guerra en Ucrania tuvieron un impacto limitado en la capacidad de Croacia para cumplir los criterios de convergencia para la adopción del euro. Sin embargo, existe preocupación por la sostenibilidad de la convergencia de la inflación, si, por ejemplo, las medidas fiscales adoptadas para respaldar la demanda agregada acentúan las presiones inflacionistas.

**Para aprovechar plenamente los beneficios del euro y permitir que los mecanismos de ajuste operen de forma eficiente en el área monetaria ampliada, es importante que Croacia asegure la sostenibilidad de la convergencia económica.** Las políticas económicas deberían orientarse a respaldar el crecimiento potencial y la resiliencia para evitar que se produzcan desequilibrios macroeconómicos. El potencial de crecimiento económico de Croacia aún parece bajo para una economía en proceso de convergencia. En este contexto, es necesario que se implementen políticas estructurales dirigidas a elevar el crecimiento potencial y reforzar la competitividad y la resiliencia de su economía. Se podría dar prioridad a la mejora de la calidad y la eficiencia del entorno institucional y empresarial, de la Administración Pública y del sistema judicial, así como a la modernización de las infraestructuras del país. En general, las políticas deberían centrarse en el apoyo a la innovación y la inversión en nuevas tecnologías, con el fin también de ampliar las fuentes de crecimiento económico más allá del turismo. Para impulsar la productividad del trabajo, sería fundamental que se aplicaran medidas destinadas a i) reducir los desajustes del mercado laboral, ii) mejorar la cantidad y calidad de la oferta de trabajo, iii) elevar la reducida tasa de participación, y iv) adecuar el sistema educativo a las necesidades de la economía. Una absorción eficiente de los fondos de la UE asignados al país también será de vital importancia para garantizar que la agenda de reformas culmine con éxito<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> La reciente agenda de reformas también estuvo impulsada por una serie de compromisos adquiridos por las autoridades croatas al incorporarse al MTC II con el fin de que Croacia pudiera haber alcanzado un alto grado de convergencia económica cuando adoptara el euro. Estos compromisos se refieren al marco de prevención del blanqueo de capitales (PBC), el entorno empresarial, la gobernanza del sector público y el marco de insolvencias del país. Para información más detallada, véase «[Comunicado sobre Croacia](#)», *nota de prensa*, BCE, 10 de julio de 2020.

### 3 El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro

Alina Bobasu y Johannes Gareis

**El reciente incremento del gasto real en consumo en la zona del euro oculta una evolución heterogénea de los distintos componentes del consumo.** El consumo privado total en la zona del euro aumentó significativamente en el segundo y el tercer trimestre de 2022, sustentado sobre todo por el consumo de servicios, que repuntó con fuerza tras el crecimiento contenido observado a principios de año (gráfico A)<sup>1</sup>. En cambio, el consumo de bienes no duraderos cayó por tercer trimestre consecutivo. Asimismo, el consumo de bienes duraderos mantuvo su tendencia a la baja (que comenzó en el último trimestre de 2021) hasta el segundo trimestre de 2022, para luego empezar a mejorar en el tercero. Aunque la recuperación del consumo privado total reflejó varios factores, entre los que cabe citar la relajación generalizada de las restricciones relacionadas con la pandemia y la reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta, la gran escalada de los precios energéticos generó importantes obstáculos para el crecimiento del consumo a través de su efecto sobre el poder adquisitivo de los hogares<sup>2</sup>. En este recuadro se pretende cuantificar el impacto del encarecimiento reciente de la energía sobre el gasto real en consumo en la zona del euro. El recuadro se centra en las perturbaciones de oferta asociadas a la energía que han adquirido una creciente relevancia desde mediados de 2021, en particular con la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Los datos del gasto real en consumo y de sus componentes para el conjunto de la zona del euro se basan en la agregación de los datos nacionales disponibles.

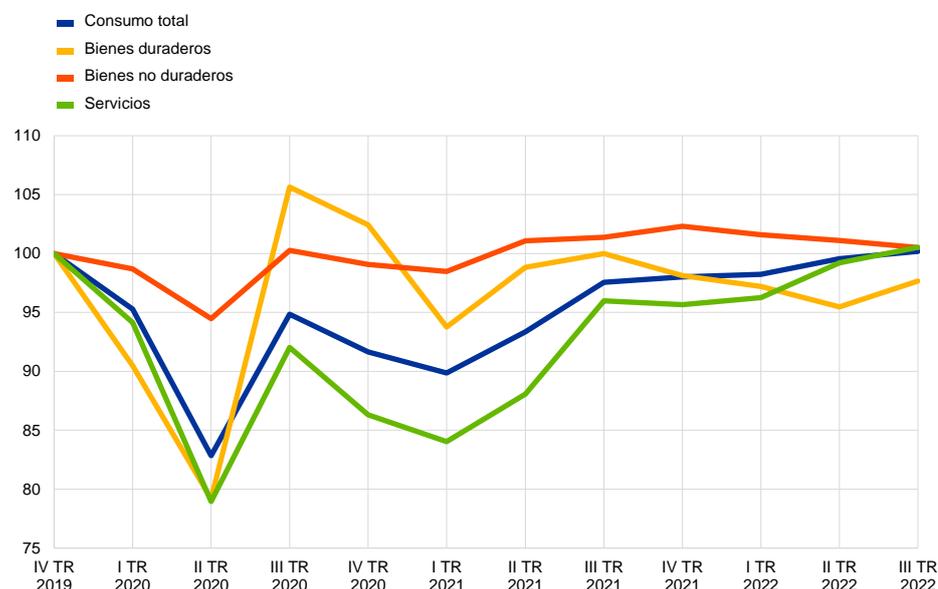
<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

## Gráfico A

### Evolución del consumo privado real en la zona del euro

(IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los bienes no duraderos incluyen bienes semiduraderos.

**El fuerte ascenso observado recientemente en los precios energéticos ha tenido un impacto significativo sobre la renta real disponible de los hogares.** A la hora de evaluar los efectos de las variaciones de los precios de la energía sobre el consumo privado real, un indicador útil es la ratio entre el deflactor del PIB y el del consumo privado (o entre los deflatores de la renta y el gasto). Esta medida de la relación real de intercambio tiene una base teórica sólida y refleja los canales directos (por ejemplo, los precios de consumo) e indirectos (por ejemplo, los salarios) a través de los cuales los precios energéticos influyen en el poder adquisitivo de los hogares<sup>4</sup>. En la zona del euro, este indicador guarda una correlación negativa con los precios reales de la energía y ha registrado un pronunciado descenso desde el final de 2021, lo que ha lastrado considerablemente la renta real disponible de los hogares y ha afectado al consumo privado (gráfico B)<sup>5</sup>.

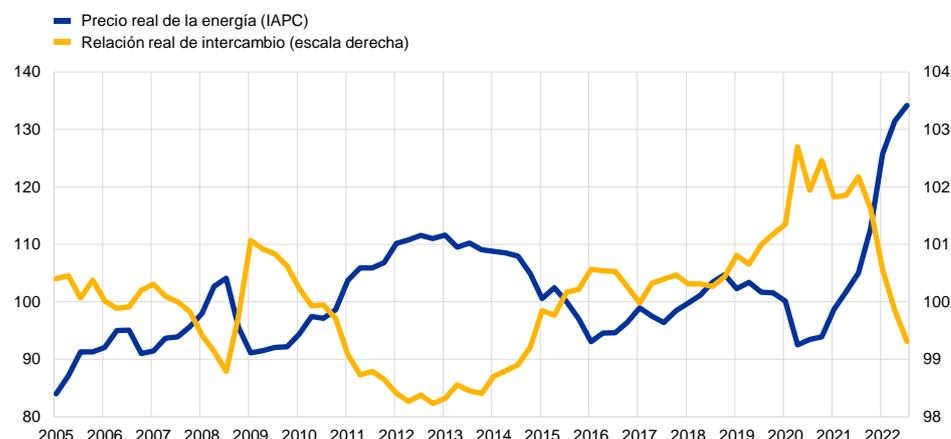
<sup>4</sup> Para un análisis pormenorizado, véase el recuadro titulado «[Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

<sup>5</sup> La relación real de intercambio también puede verse afectada por otros factores (como el tipo de cambio nominal y los precios de los bienes y servicios distintos de los energéticos). Empíricamente, sin embargo, la variación de la relación real de intercambio de la zona del euro se explica, en su mayor parte, por los precios de la energía. Para una descomposición de la dinámica de la renta real disponible de los hogares en distintas fuentes de ingresos y la relación real de intercambio en períodos con fuertes fluctuaciones de los precios energéticos, véase el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

## Gráfico B

### Precios reales de la energía y relación real de intercambio

(2015 = 100)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El «precio real de la energía» refleja la ratio entre el componente de energía del IAPC y el IAPC general. La relación real de intercambio se aproxima mediante la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado.

**Se puede utilizar un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para obtener el impacto de las perturbaciones de oferta asociadas a la energía sobre el gasto en consumo.** El modelo SVAR

incluye la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado como indicador de la relación real de intercambio, el IAPC, el PIB real y el euríbor a tres meses y, además, o bien el consumo privado total, o bien el consumo de bienes duraderos, de bienes no duraderos o de servicios. Se utilizan restricciones de signo en las funciones impulso-respuesta de las variables del modelo para identificar los determinantes económicos estructurales. Para determinar la perturbación de oferta asociada a la energía se modeliza un empeoramiento imprevisto del suministro de energía suponiendo que un deterioro inesperado de la relación real de intercambio (por ejemplo, un aumento de los precios reales de la energía) da lugar a un impacto inmediato positivo sobre la inflación y a un efecto inmediato negativo sobre la actividad económica y el gasto en consumo, ambos en términos reales<sup>6</sup>.

**Las perturbaciones de oferta asociadas a la energía han lastrado considerablemente el gasto real en consumo en los últimos trimestres, en especial en el caso de los bienes duraderos.** El consumo privado total se ha visto afectado de manera significativa por dichas perturbaciones en los últimos trimestres (gráfico C), pero cada uno de sus componentes ha sufrido los efectos en distinta medida. Así, estas perturbaciones han tenido un impacto negativo poco significativo sobre el consumo de servicios, por lo que este componente ha registrado un alza sustancial tras la reapertura de la economía en la primavera de 2022. Sin embargo, las perturbaciones de oferta asociadas a la energía han tenido un efecto negativo

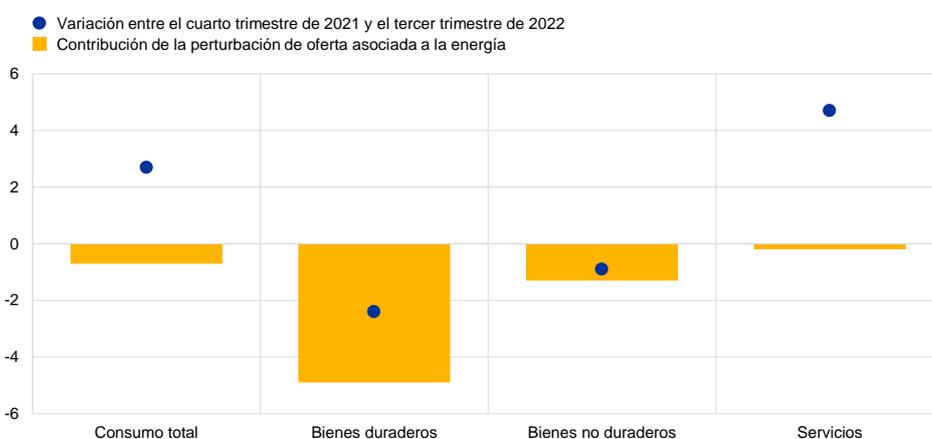
<sup>6</sup> El modelo también identifica una perturbación de demanda agregada, una perturbación de oferta agregada, una perturbación de política monetaria y una perturbación residual para asegurar que el resto de las perturbaciones incluidas en el modelo no actúan de la misma forma que la perturbación de los precios de la energía. Las restricciones impuestas son acordes con la literatura sobre la identificación de perturbaciones de los precios energéticos frente a otras perturbaciones estructurales; véase, por ejemplo, A. M. Conti, S. Neri y A. Nobili, «[Low inflation and monetary policy in the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2005, BCE, 2017.

evidente y más sustancial sobre el consumo de bienes no duraderos y, en particular, de bienes duraderos, tal y como refleja la debilidad observada en los últimos trimestres. La reacción relativamente fuerte del consumo de bienes duraderos ante la escalada de los precios energéticos se debe, probablemente, a que los hogares pueden utilizar los bienes duraderos que ya poseen sin que esto repercuta de manera inmediata en su bienestar<sup>7</sup>. Además, ante la mayor incertidumbre derivada de las fluctuaciones de los precios de la energía, es posible que los hogares hayan decidido posponer adquisiciones irreversibles de bienes duraderos<sup>8</sup>.

### Gráfico C

#### Impacto de las perturbaciones de oferta asociadas a la energía sobre el gasto real en consumo en la zona del euro

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los resultados se basan en cuatro modelos estructurales de vectores autorregresivos (SVAR) identificados con restricciones de signo. Cada modelo incluye la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado como indicador de la relación real de intercambio, el IAPC, el PIB real y el euríbor a tres meses y, además, o bien el consumo privado total, o bien el consumo de bienes duraderos, de bienes no duraderos o de servicios. Los modelos se estiman utilizando datos trimestrales (expresados como tasas de variación con respecto al trimestre anterior, excepto en el caso del euríbor a tres meses). La muestra abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019 para evitar que las fluctuaciones económicas extraordinarias que se produjeron durante la pandemia de COVID-19 afecten a los coeficientes de los modelos estimados. Los bienes no duraderos incluyen bienes semiduraderos.

**El encarecimiento de la energía seguirá lastrando el gasto real en consumo durante los próximos trimestres.** Como los precios energéticos y la incertidumbre han permanecido en niveles elevados, es probable que la renta real disponible de los hogares vuelva a disminuir en torno al cambio de año, con efectos negativos sobre el gasto en consumo, especialmente de bienes duraderos, a pesar del probable impacto positivo de una nueva reducción de los cuellos de botella en la oferta. Pese a su relativa capacidad de resistencia ante las subidas de los precios de la energía, el consumo de servicios también se debilitará, probablemente, a medida que vayan desapareciendo los efectos de la reapertura de la economía. En conjunto, esto apunta a un dinamismo considerablemente menor del consumo en el

<sup>7</sup> Véase M. Browning y T. F. Crossley, «Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, 2009.

<sup>8</sup> Véase P. Edelstein y L. Kilian, «How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 6, 2009, pp. 766-779. Para una descripción del papel del gasto en bienes duraderos como determinante de la variabilidad cíclica del consumo en la zona del euro, véase el artículo «Consumption of durable goods in the euro area», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

corto plazo, en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022.

## Evolución de los salarios en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár y Julien Le Roux

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) y las medidas de respuesta para hacerle frente han afectado significativamente a los indicadores de crecimiento de los salarios en todos los países de la zona del euro<sup>1</sup>.** En este recuadro se examina la evolución de la remuneración por asalariado y por hora en los países de la zona del euro desde el comienzo de la pandemia. Si bien el tipo de perturbación fue el mismo en todos ellos, el impacto fue diferente debido, entre otros factores, a los efectos de la pandemia en los distintos sectores, como los servicios intensivos en contacto social (especialmente, el turismo). Del mismo modo, aunque el tipo de respuesta fue igual en todos los países, en el sentido de que se pusieron en marcha programas de mantenimiento del empleo, estos programas difirieron de manera considerable en cuanto a su configuración y a la proporción de trabajadores acogidos a los mismos. Por lo general, al principio de la pandemia, la desaceleración económica provocó un fuerte ajuste a la baja del factor trabajo en todos los países, que, no obstante, se materializó principalmente en un menor número de horas trabajadas por persona, más que en reducciones del empleo. A su vez, dada la compensación parcial de las horas no trabajadas, la remuneración por asalariado disminuyó en general, mientras que la remuneración por hora trabajada incluso aumentó temporalmente<sup>2</sup>.

### **Las diferencias entre países en los programas de mantenimiento del empleo contribuyeron a la dispar evolución del mercado de trabajo y de los salarios.**

Los programas difirieron en cuanto a su configuración, cobertura y nivel de subsidio. En la mayoría de los países, revistieron la forma de programas de regulación temporal de empleo articulados a través de una reducción de la jornada efectiva o de una suspensión temporal de empleo<sup>3</sup>. La diferencia principal entre los programas estaba en que en unos los empleados trabajaban menos horas de las establecidas en sus contratos (reducción de la jornada efectiva), mientras que en otros, los empleados no trabajaban, pero mantenían su contrato laboral (suspensión temporal de empleo<sup>4</sup>). En ambos casos, la pérdida de remuneración que iría normalmente

<sup>1</sup> Véase también el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)» de este Boletín Económico.

<sup>2</sup> Véase «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

<sup>3</sup> Para la clasificación de los programas de mantenimiento del empleo, véanse J. Drahokoupil y T. Müller, «[Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#)», *Working paper*, n.º 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021, y Eurofound, «[COVID-19: Implications for employment and working life](#)», COVID-19 series, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2021. Sin embargo, cabe señalar que la clasificación de los programas de mantenimiento del empleo puede variar ligeramente entre las dos publicaciones. En este análisis se utiliza el sistema establecido por Drahokoupil y Müller. Para conocer el impacto de los diferentes tipos de programas de mantenimiento del empleo sobre las estadísticas de costes laborales, véase la nota metodológica de Eurostat titulada [Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24 de abril de 2020.

<sup>4</sup> La «suspensión temporal de empleo» se refiere a la situación en la que se considera que los trabajadores están desempleados, pero mantienen su contrato laboral con la empresa y, por tanto, pueden volver a su puesto anterior sin que varíen las condiciones.

asociada a la reducción de las horas trabajadas por asalariado se vio amortiguada en su totalidad o en parte por el Gobierno nacional respectivo. El grueso de los programas preveía compensar solo una parte del salario mensual total, y el grado de apoyo variaba con la rebaja de las horas trabajadas. En los programas de reducción de la jornada efectiva, los empleadores recibían la ayuda financiera en función de las horas no trabajadas por sus empleados, y estos recibían un porcentaje de su remuneración, con independencia de las horas efectivamente trabajadas. Por tanto, estas transferencias computaban como parte de la remuneración de los asalariados. En cambio, en los programas de suspensión temporal de empleo, las empresas podían suspender temporalmente el empleo, y los empleados recibían prestaciones por las horas no trabajadas, ya sea directamente de los Gobiernos o a través de sus empleadores. Estas transferencias no computaban como parte de la remuneración de los asalariados<sup>5</sup>. Solo un reducido número de países utilizó los programas de subsidios salariales, con arreglo a los cuales los subsidios recibidos por los empleadores no estaban asociados a la variación de las horas trabajadas por empleado<sup>6</sup>. Algunos países de la zona del euro también aplicaron diferentes programas en paralelo o modificaron su programa durante la pandemia.

**Dos años y medio después del comienzo de la pandemia, el fuerte impacto inicial de las horas trabajadas por persona sobre la remuneración por asalariado se suavizó en buena medida.** El gráfico A muestra la variación porcentual de la remuneración por

asalariado, comparando el nivel precrisis con el segundo trimestre de 2020 (el nivel más bajo de la crisis en la mayoría de los países) y con el tercer trimestre de 2022 (últimos datos disponibles), respectivamente. La variación inicial fue fundamentalmente a la baja, oscilando entre el -10,9 % en Italia y el 3,1 % en los Países Bajos (panel a del gráfico A). Como consecuencia de la acusada reducción de las horas, la remuneración por hora se elevó por lo general. La variación registrada en el tercer trimestre de 2022 osciló entre el 2,9 % en Grecia y el 29,3 % en Estonia (panel b del gráfico A). Si se comparan los datos más recientes con los anteriores a la pandemia, la remuneración por hora fue el principal determinante de los aumentos acumulados de la remuneración por asalariado en todos los países. En algunos de ellos, esto se vio acompañado de una reducción de las horas trabajadas por empleado. Este panorama global no significa necesariamente que se haya incrementado la remuneración por hora de todos los trabajadores individuales. Podría reflejar, entre otros factores, un cambio en la composición del empleo. Ni la variación acumulada en la remuneración por asalariado ni la descomposición de los salarios por remuneración por hora y horas trabajadas por empleado están claramente relacionadas con el tipo de programa de mantenimiento del empleo aplicado. Otros factores, como las condiciones específicas de los programas (en términos de criterios de acceso, cobertura sectorial, duración, etc.) fueron más importantes para el grado de ajuste del factor trabajo y los salarios. Por ejemplo, el

<sup>5</sup> Véase «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

<sup>6</sup> En los Países Bajos había un sistema híbrido en el que el tamaño del subsidio era proporcional a la disminución de los ingresos. Véase también «Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond», OCDE, 2020.

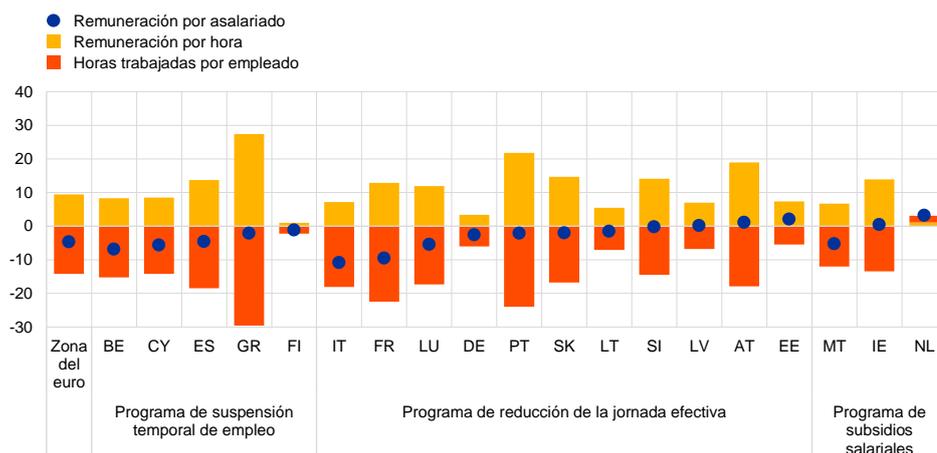
ajuste de las horas trabajadas por asalariado tras el comienzo de la pandemia fue mayor, por lo general, cuando el programa incluía la opción o la obligación de trabajar cero horas<sup>7</sup>.

## Gráfico A

### Remuneración por asalariado y su descomposición durante la pandemia

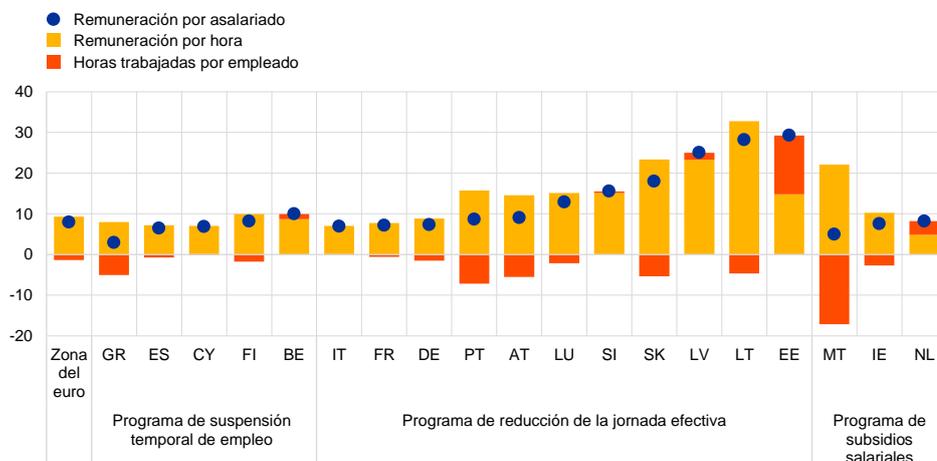
#### a) Variación en el segundo trimestre de 2020 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasas de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales)



#### b) Variación en el tercer trimestre de 2022 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para Irlanda, al segundo trimestre para Italia y los Países Bajos, y al tercer trimestre para los demás países.

**A pesar de la magnitud de la perturbación causada por la pandemia y del diferente impacto que probablemente haya tenido en los distintos sectores, parece que, de hecho, los cambios en la composición sectorial del crecimiento de los salarios son limitados en todos los países.** Dado que la perturbación fue histórica en términos de tamaño, podría haberse esperado que los cambios en la composición de la población activa repercutieran sobre el crecimiento agregado de los salarios. Esto ocurre, por ejemplo, cuando una perturbación afecta en distinto

<sup>7</sup> Otros factores también afectaron al ajuste del factor trabajo. Por ejemplo, el empleo era relativamente elevado en España, donde la proporción de contratos temporales es grande.

grado a los sectores con niveles salariales más altos o más bajos. Habida cuenta de la falta de microdatos comparables detallados entre países para el período de la pandemia, estos cambios solo pueden examinarse a nivel de los sectores disponibles en las cuentas nacionales y muestran que, en la mayoría de los países, los efectos de composición implícitos sobre el crecimiento global de los salarios fueron reducidos (gráfico B)<sup>8</sup>. Dieron lugar a un aumento del crecimiento salarial, pues el porcentaje de empleo en sectores con niveles salariales más bajos —principalmente los servicios intensivos en contacto social— disminuyó, mientras que en los sectores con niveles de salarios más elevados —en general, aquellos que no son intensivos en contacto social— se incrementó<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Esta conclusión también está en consonancia con los resultados en el caso de la crisis financiera mundial. Véase «[The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

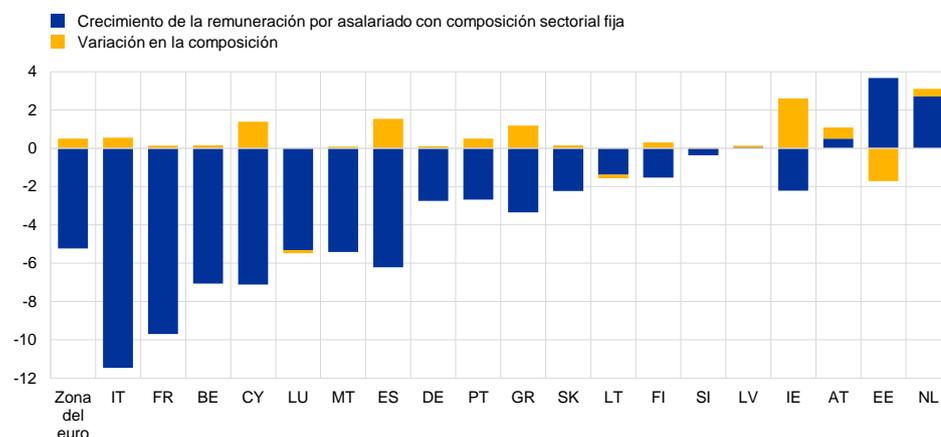
<sup>9</sup> Del mismo modo, los cambios de composición del crecimiento de la remuneración por hora fueron limitados, aunque, en conjunto, resultaron mayores que los de la remuneración por asalariado.

## Gráfico B

### Efectos de composición sectorial en el crecimiento de la remuneración por asalariado

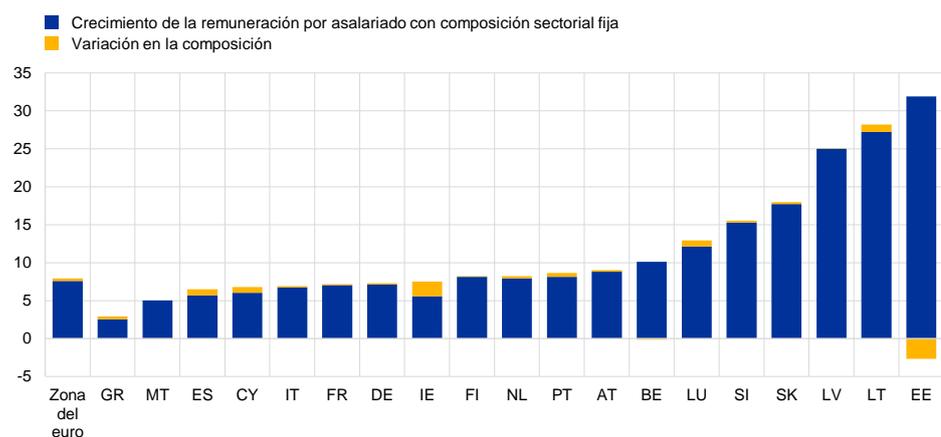
#### a) Segundo trimestre de 2020 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasa de variación)



#### b) Tercer trimestre de 2022 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasa de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para Irlanda, al segundo trimestre para Italia y los Países Bajos, y al tercer trimestre para los demás países. El crecimiento de la remuneración por asalariado con composición sectorial fija se calcula utilizando las ponderaciones sectoriales del empleo sin alterarlas en el cuarto trimestre de 2019. Para este cálculo se emplean los sectores de la clasificación NACE 10.

**El impacto de los programas de mantenimiento del empleo ocultó el efecto de los determinantes típicos de la inflación salarial, como el crecimiento de la productividad o el grado de tensionamiento del mercado de trabajo.** Sin embargo, estos factores siguieron actuando como telón de fondo y pueden ayudar a explicar las diferentes magnitudes del crecimiento salarial<sup>10</sup>. Por ejemplo, las acusadas ganancias de productividad observadas en los países bálticos podrían haber favorecido fuertes aumentos de los salarios una vez que remitieron los

<sup>10</sup> Véase «El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021. La intensidad del capital —y la inversión—, que es un determinante de la productividad del trabajo, fue heterogénea en cierto modo entre países durante la pandemia de COVID-19; véase, por ejemplo, el artículo titulado «The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks» *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

efectos inmediatos de la pandemia<sup>11</sup>. Del mismo modo, diferentes situaciones en los mercados de trabajo —debidas, por ejemplo, a una especialización sectorial o a factores demográficos— podrían haberse traducido en una evolución distinta de los salarios. Así, los países con tasas de desempleo más elevadas también han registrado el crecimiento de los salarios más moderado durante todo el período pospandemia. Sin embargo, es difícil establecer una relación sólida entre los salarios, la productividad y la holgura en el mercado de trabajo, dados los factores distorsionadores que intervienen, así como las diferentes instituciones y condiciones del mercado de trabajo antes de la pandemia.

**En el entorno de recuperación de la pandemia, el impacto distorsionador que han tenido los programas de mantenimiento del empleo sobre el crecimiento de los salarios ha comenzado a desaparecer en los países de la zona del euro.**

Si bien los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo representaban más del 15 % de la población activa de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, ahora se calcula que esta proporción fue inferior al 1 % en el tercer trimestre de 2022, lo que contribuye a reducir la distorsión en la medición de los salarios. Sin embargo, a medida que ha remitido la pandemia, el repunte de la inflación ha entrado en juego en todos los países como un factor que afecta al crecimiento de los salarios, existiendo una gran heterogeneidad de unos países a otros en el nivel de inflación y su traslación a los salarios. Estas divergencias se derivan de la fijación de los salarios y de otras características estructurales, las distintas medidas públicas que afectan a la inflación, los salarios y las diferentes posiciones cíclicas de los países. Estos factores podrían provocar nuevamente una evolución dispar de los salarios en los distintos países en el futuro.

---

<sup>11</sup> Véase, por ejemplo, «[Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#)», Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, abril de 2022.

## 5 El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund y Timo Reinelt

**En este recuadro se estudia de qué modo están relacionadas la brecha de financiación que afrontan las empresas de la zona del euro y sus expectativas de disponibilidad futura de financiación con los resultados macroeconómicos actuales y futuros.** El actual proceso de normalización de la política monetaria está endureciendo gradualmente las condiciones de financiación e influyendo en la oferta de financiación externa como parte del mecanismo de transmisión convencional de la política monetaria. Una cuestión fundamental es conocer el impacto que los cambios en las citadas condiciones y en el acceso a la financiación pueden tener sobre el crecimiento de las empresas a nivel individual y agregado. La [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#) proporciona información detallada sobre las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro. Esta encuesta se realiza dos veces al año desde 2009 y en ella participan unas 10.000 empresas de toda la zona. En este recuadro se analiza la relación entre la evolución macroeconómica y dos indicadores clave de la SAFE: la variación de la brecha de financiación externa —definida como la diferencia entre la variación de la demanda de financiación externa y la variación de su disponibilidad— y los cambios en las expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de préstamos bancarios<sup>1</sup>.

**En la coyuntura actual, las empresas de la zona del euro participantes en la encuesta señalan un aumento de su brecha de financiación y esperan una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios en el futuro (gráfico A).** Desde que comenzó a realizarse la SAFE en 2009, por lo general se ha observado una relación inversa entre las variaciones de la brecha de financiación y los cambios en las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios. Además, las fases de expansión de la actividad en la zona del euro (es decir, tasas positivas de crecimiento del PIB real) normalmente han coincidido con una reducción de la brecha de financiación de las empresas, así como con un mayor optimismo de estas sobre la disponibilidad futura de préstamos bancarios. En el pasado, la evolución de estos indicadores se ha visto influenciada por el ciclo económico de la zona del euro, así como por la política monetaria del BCE. Durante la crisis de deuda soberana de 2011-2013, la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro aumentó de forma acusada, indicando las dificultades que afrontaban para cubrir sus necesidades de financiación externa. Posteriormente, la relajación de la política monetaria del BCE contribuyó al descenso gradual de esta brecha y a la mejora de las expectativas de disponibilidad de crédito bancario. Tras el estallido de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en 2020, las condiciones de financiación se deterioraron de forma considerable, pero

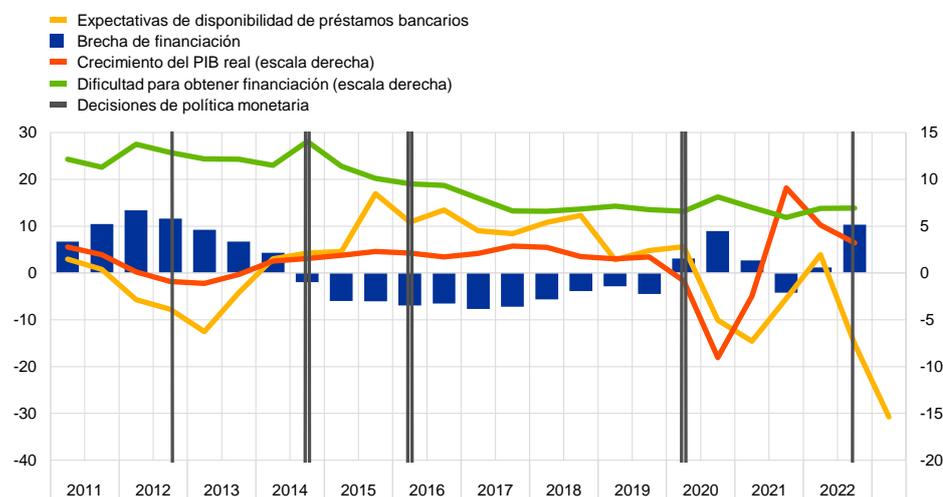
<sup>1</sup> Los préstamos bancarios son la fuente de financiación externa más ampliamente utilizada por las empresas de la zona del euro.

volvieron a estabilizarse gracias al apoyo de la política monetaria y del sector público, por lo que este deterioro fue solo temporal. Más recientemente, en un contexto de debilitamiento del crecimiento económico, alza de la inflación y normalización de la política monetaria, las empresas han empezado a indicar un incremento de la brecha de financiación y anticipan una menor disponibilidad de préstamos bancarios en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023.

### Gráfico A

Variaciones de la brecha de financiación, expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios y dificultades para obtener financiación indicadas por las empresas de la zona del euro, y evolución del crecimiento del PIB real de la zona del euro

(saldos netos ponderados de la brecha de financiación externa, variaciones porcentuales netas de las expectativas de disponibilidad de financiación, tasas de variación anualizadas)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y Eurostat.  
 Notas: El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. Para cada uno de los cinco instrumentos de financiación, el indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Un indicador positivo señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados en porcentajes. La primera línea vertical gris indica el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa; la segunda, el inicio de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO I) y la política de tipos de interés negativos; la tercera, el inicio de las TLTRO II y del programa de compras de bonos corporativos; la cuarta, el comienzo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y las TLTRO III, y la quinta señala la subida de 50 puntos básicos de los tres tipos de interés oficiales del BCE y la aprobación del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI) en julio de 2022.

**No obstante, pese a los recientes aumentos del coste de financiación, el acceso a la financiación aún no era un motivo de especial preocupación para las empresas de la zona del euro (gráfico A).** En la última ronda de la encuesta, el porcentaje de empresas que indicó dificultades para obtener préstamos bancarios prácticamente no varió con respecto a encuestas anteriores, debido principalmente

a que la disposición de las entidades financieras a conceder crédito no había cambiado<sup>2</sup>.

**El endurecimiento de la política monetaria incrementa la brecha de financiación de las empresas y reduce sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios (gráfico B).** Mediante un ejercicio econométrico se puede realizar una evaluación de carácter más cuantitativo de la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de las empresas. Este ejercicio se lleva a cabo utilizando proyecciones locales<sup>3</sup>, que estiman la respuesta de la brecha de financiación de las empresas y de sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios (medida a nivel agregado por porcentajes netos de empresas) ante perturbaciones de política monetaria identificadas<sup>4</sup>. En este ejercicio, las perturbaciones de política monetaria se miden por el factor objetivo (*target factor*) de Altavilla *et al.* (2019), que captura las sorpresas relacionadas con los tipos de interés en el tramo corto de la curva de rendimientos en torno a las fechas de anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE<sup>5</sup>. El gráfico B muestra que las perturbaciones de política monetaria inciden de forma significativa en la brecha de financiación de las empresas y en sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios en un horizonte de dos años. Concretamente, se estima que una perturbación de política monetaria de una desviación típica, que equivale a una variación de 4 puntos básicos del tipo OIS a un mes, incrementaría la brecha de financiación de una empresa media en unos 3 puntos porcentuales durante seis meses<sup>6</sup>. En comparación, la desviación típica de la variación de la brecha de financiación ha sido del 7 % desde 2009. La misma perturbación se traduciría en una disminución de 5 puntos porcentuales del porcentaje neto de empresas que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios. Los efectos persisten hasta dos años después de la perturbación e indican cómo influyen las decisiones de política monetaria en las condiciones de financiación de las empresas a través de la oferta de crédito. Estos resultados confirman los obtenidos en estudios anteriores de que las expectativas de financiación desempeñan un papel importante en el canal del crédito bancario de

<sup>2</sup> El indicador de dificultades para obtener financiación es la suma de los porcentajes de empresas que señalan que las solicitudes de préstamo fueron rechazadas, de empresas a las que se les concedió el préstamo solo parcialmente y de empresas que rechazaron el préstamo ofertado porque los costes eran demasiado elevados, y del porcentaje de empresas que no solicitaron financiación por temor a que no se la concedieran. Véase [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), BCE, junio de 2022.

<sup>3</sup> Véase Oscar Jorda, «[Estimation and inference of impulse responses by local projections](#)», *American Economic Review*, vol. 95, nº 1, marzo de 2005, pp. 161-182.

<sup>4</sup> La proyección local se obtiene realizando una serie de regresiones especificadas por  $y_{t+h} - y_{t-1} = \alpha^h + b^h \varepsilon_t^{PM} + u_t^h$  por  $h = 0, \dots, 4$ , donde  $y_t$  son las variaciones de la brecha de financiación o de las expectativas de financiación, respectivamente, basadas en la ronda  $t$  de la SAFE. Los coeficientes  $\{b^h\}$  reflejan la función impulso-respuesta de la brecha de financiación o de las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios ante una perturbación de política monetaria identificada  $\varepsilon_t^{PM}$ .

<sup>5</sup> La perturbación es adecuada en este contexto, ya que las sociedades no financieras suelen recurrir a financiación bancaria con tipos de interés con plazo de fijación inferior a un año. En esta muestra, el *target factor* varía entre -8,6 y 10,4 puntos básicos. Véase C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gurkaynak, R. Motto y G. Ragusa, «[Measuring euro area monetary policy](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, diciembre de 2019, pp. 162-179.

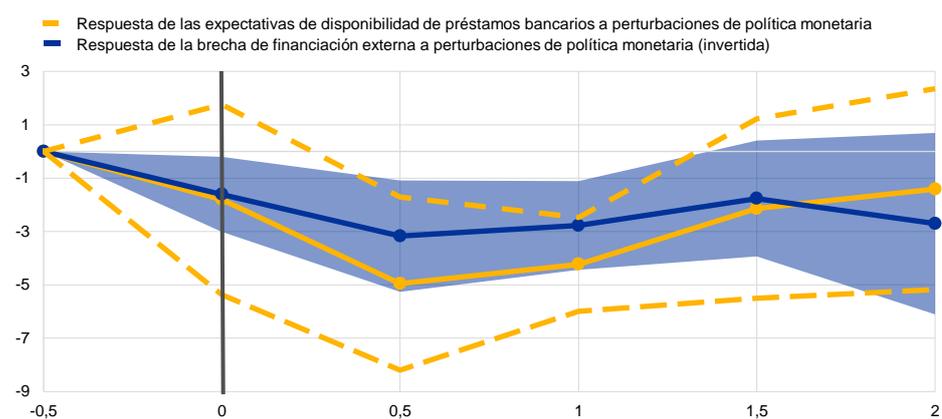
<sup>6</sup> Para situar el ejercicio en perspectiva, la mayor perturbación de política monetaria en el OIS a un mes es de unos 10 puntos básicos en la muestra considerada.

la política monetaria<sup>7</sup>. Cuando las condiciones reales aplicadas a los créditos varían, la relación entre los cambios en la disponibilidad y en la demanda de préstamos bancarios también se ve afectada.

### Gráfico B

Respuesta de la brecha de financiación de las empresas y de las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios ante una perturbación de política monetaria identificada

(eje de abscisas: años transcurridos desde la perturbación, eje de ordenadas: variaciones con respecto al período anterior a la perturbación en puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), Altavilla *et al.* (2019) y cálculos del BCE.

Notas: Respuesta de la brecha de financiación de las empresas y del porcentaje neto de empresas que señalan que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios en los seis meses siguientes tras una perturbación de política monetaria de una desviación típica. La perturbación utilizada es el *target factor* de Altavilla *et al.* (2019), que captura las sorpresas de política monetaria en el tramo más corto de la curva OIS en las fechas de anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE y en torno a esas fechas. El efecto de las perturbaciones de política monetaria en las variables de la SAFE se estima empleando proyecciones locales (Jorda, 2005). Las áreas sombreadas y punteadas señalan intervalos de confianza del 95 % basados en Newey-West.

**Cuando la brecha de financiación aumenta, las empresas suelen mostrarse más preocupadas por el acceso futuro a la financiación, lo que sugiere que las variaciones que registra esta brecha influyen en sus perspectivas de crecimiento (gráfico C).**

Para determinar si los cambios en las condiciones de financiación afectan a la economía real, una prueba natural es analizar su efecto sobre el sentimiento empresarial. La SAFE mide este sentimiento pidiendo a las empresas que indiquen hasta qué punto les preocupa el acceso a la financiación<sup>8</sup>. En general, las empresas no han considerado que este factor haya sido su principal motivo de preocupación en los últimos años, lo que probablemente se deba al prolongado período de orientación acomodaticia de la política monetaria<sup>9</sup>. No obstante, esta percepción podría cambiar con el actual proceso de normalización de la política monetaria. Se emplean datos a nivel de empresa para estudiar la relación entre la brecha de financiación y la preocupación de las empresas por el acceso a ella. El gráfico C muestra la correlación entre la brecha de financiación y los niveles

<sup>7</sup> Véase A. Ferrando, A. Popov. y G. Udell, «Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions», *European Economic Review*, vol. 149, octubre de 2022.

<sup>8</sup> Las empresas responden en una escala de 1 (nada importante) a 10 (extremadamente importante) a la pregunta sobre la financiación, así como a una selección de otros problemas. El indicador que se obtiene suele utilizarse para determinar la importancia relativa de la financiación con respecto a otros problemas que afectan a las empresas, como el aumento de los costes laborales o de producción, o las dificultades para encontrar clientes.

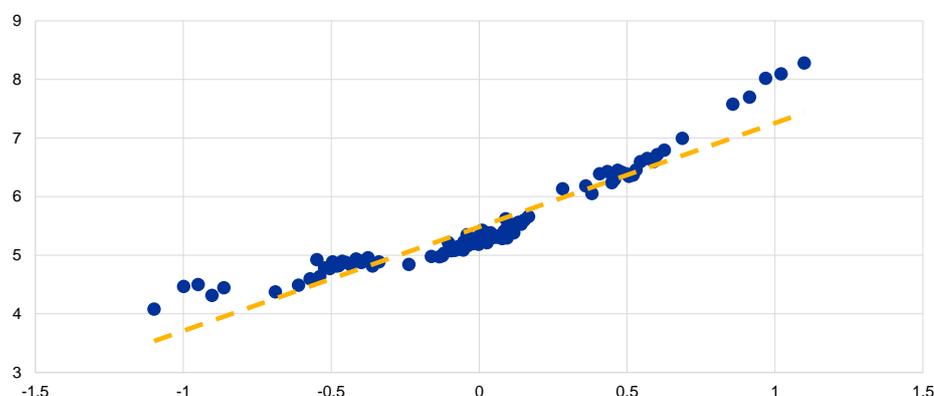
<sup>9</sup> Véase *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*, BCE, junio de 2022.

de preocupación por el acceso a la financiación. Esta correlación se establece agrupando las respuestas de las empresas en función de su valoración del acceso a la financiación como motivo de preocupación desde 2009, una vez se elimina la variación común por países y períodos de tiempo y se calcula el nivel medio de preocupación a este respecto de cada grupo. Una correlación positiva indica que las empresas con una brecha de financiación elevada perciben el acceso a la financiación como una preocupación más apremiante. Por consiguiente, la brecha de financiación parece ser un factor importante que afecta al sentimiento general de las empresas y es posible que influya en sus perspectivas de crecimiento futuro.

### Gráfico C

#### Relación entre la preocupación por el acceso a la financiación y la brecha de financiación en cada empresa

(eje de abscisas: variación marginal de la brecha de financiación externa, eje de ordenadas: nivel marginal de preocupación)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.  
Notas: Gráfico de dispersión agrupado de la brecha de financiación de préstamos bancarios en relación con el nivel de preocupación de las empresas por el acceso a la financiación, sujeto a efectos fijos país-período de tiempo.

#### La brecha de financiación y las expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios están relacionadas con el crecimiento actual y futuro del PIB real.

Aunque la disponibilidad de financiación externa de las empresas afecta al sentimiento empresarial, es importante investigar su vínculo con los resultados macroeconómicos. La evolución media del crecimiento del PIB de la zona del euro tras producirse variaciones netas en la brecha de financiación y en las expectativas obtenidas de la SAFE como indicadores de cambios en las condiciones de financiación se estima utilizando proyecciones locales<sup>10</sup>. Aunque las estimaciones no pueden considerarse efectos causales, proporcionan una indicación de la evolución media futura después de introducir una variación determinada en los indicadores de la SAFE. El gráfico D muestra que, tras un aumento de 1 punto porcentual en el indicador de la brecha de financiación o una disminución de esta misma magnitud en las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios, el PIB real de la zona del euro se reduce, en promedio, en torno a un 0,2 % más el año siguiente en comparación con un escenario en el que estos indicadores de la financiación no varían, y experimenta un ligero efecto adicional

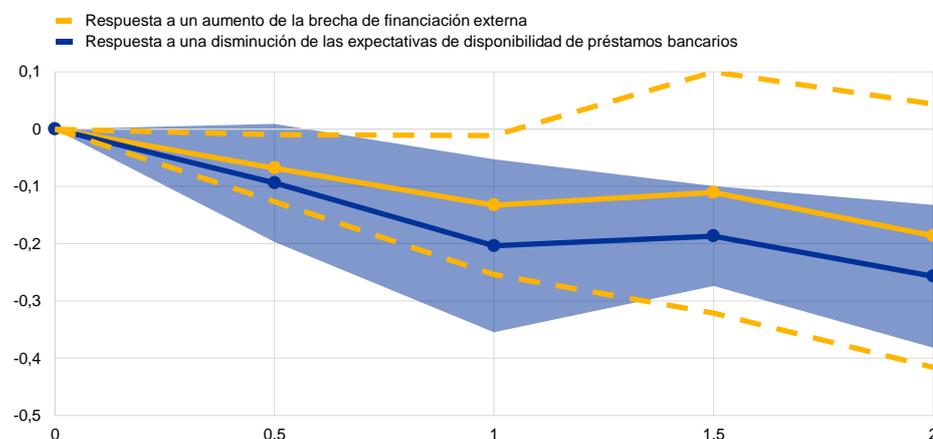
<sup>10</sup> Para más detalles sobre un ejercicio relacionado en el que se evalúa la relación entre la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios y los volúmenes futuros de crédito, véase el recuadro titulado «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

durante el año siguiente. Estos efectos se estiman en función del crecimiento actual y retardado del PIB, y, por lo tanto, se utiliza el contenido informativo de la SAFE con independencia de la evolución del ciclo económico observable actualmente. Los efectos estimados son persistentes, en especial si se consideran los cambios en las expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de financiación. Esto sugiere que las variables prospectivas de la SAFE, una característica singular de esta encuesta, contienen información de utilidad para entender la evolución futura de la economía de la zona del euro.

### Gráfico D

Evolución media del PIB real de la zona del euro tras un deterioro de las condiciones de financiación o de las expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios, con respecto a un escenario sin deterioro

(eje de abscisas: años transcurridos desde la perturbación, eje de ordenadas: crecimiento acumulado con respecto al período anterior a la perturbación, en porcentaje)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.  
 Notas: Evolución media del crecimiento del PIB real de la zona del euro en términos acumulados tras variaciones de la brecha de financiación de las empresas y del porcentaje neto de empresas que señalan que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios. Las proyecciones locales (Jorda, 2005) incluyen el crecimiento actual y pasado del PIB como variables de control. Las áreas sombreadas y punteadas señalan intervalos de confianza del 95 % basados en Newey-West.

## 6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 27 de julio y el 1 de noviembre de 2022

Juliane Kinsele y Christian Lizarazo

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del BCE durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2022.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 27 de julio y el 1 de noviembre de 2022 (el «período de referencia»), por lo que abarcan el marco temporal en el que se hicieron efectivas las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Cuando finalizó el período de tipos de interés oficiales negativos en julio de 2022 se produjeron variaciones en diversos factores autónomos, especialmente en los depósitos de las Administraciones Públicas, lo que alteró la composición del exceso de liquidez.** Los factores autónomos netos disminuyeron y el balance del Eurosistema experimentó un reajuste cuando el BCE subió los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en el quinto período de mantenimiento, lo que puso fin al período de tipos negativos, y en otros 75 puntos básicos en el sexto período de mantenimiento.

**El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 46,5 mm de euros durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2022 y alcanzó un nivel récord de 4.569,7 mm de euros.** Este incremento estuvo impulsado, sobre todo, por una disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez, y se produjo principalmente en el quinto período de mantenimiento, dado el ascenso ampliamente anticipado del tipo de interés de la facilidad de depósito a terreno positivo a partir del sexto período de mantenimiento. Al mismo tiempo, la liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo durante el período considerado.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron, en promedio, en 96,2 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.506,6 mm de euros.** El descenso con respecto a los dos períodos de mantenimiento anteriores se debió casi íntegramente a una reducción de 100 mm de euros —hasta los 2.343,7 mm de euros— de los factores autónomos netos, que obedeció, a su vez, a una disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Al mismo tiempo, las exigencias de reservas mínimas registraron un aumento solo marginal, de 3,8 mm de euros, hasta los 162,9 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez se vieron afectados por las subidas de los tipos de interés oficiales**

**del BCE y, en consecuencia, descendieron 105,3 mm de euros, hasta los 3.280 mm de euros, principalmente debido a la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A titulada «Pasivos») disminuyeron en 97,4 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 545,3 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el quinto período de mantenimiento. Al finalizar el período de tipos de interés oficiales negativos en julio de 2022, y ante la expectativa de que el tipo de la facilidad de depósito se incrementaría y se situaría en un nivel positivo en la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno del BCE, los organismos de gestión de la deuda pública optaron por reducir sus colchones de liquidez en el Eurosistema y buscaron vías alternativas para colocar fondos. Con la subida adicional de los tipos de interés oficiales en septiembre y, en particular, del tipo de la facilidad de depósito hasta el 0,75 %, el Consejo de Gobierno decidió eliminar temporalmente el tipo de interés máximo del 0 % aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en su lugar, remunerar estos depósitos al tipo menor entre el tipo de interés de la facilidad de depósito y el tipo a corto plazo del euro (€STR). Está previsto que esta medida esté en vigor hasta el 30 de abril de 2023. La decisión tuvo el efecto deseado de evitar una nueva salida brusca de depósitos de las Administraciones Públicas al mercado, que podría haber obstaculizado la transmisión de la política monetaria y el funcionamiento ordenado de los mercados. Como consecuencia de esta medida, el nuevo descenso (17,2 mm de euros) de estos depósitos hasta los 536,7 mm de euros observado, en promedio, en el sexto período de mantenimiento, fue solo moderado. Los billetes en circulación disminuyeron, en promedio, en 22,3 mm de euros durante el período de referencia y se situaron en 1.574,5 mm de euros. El fin del entorno de tipos de interés oficiales negativos ha llevado a las entidades de crédito, en particular, a reducir sus tenencias de billetes. Anteriormente, estas entidades habían aumentado sus reservas de efectivo en el contexto de tipos de interés negativos. Ahora que el tipo de la facilidad de depósito se encuentra en terreno positivo, estas tenencias tienen un coste de oportunidad, lo que ha llevado a las entidades a optimizar la gestión de su tesorería y a reducir rápidamente sus tenencias de reservas de efectivo en unos 40 mm de euros entre el final de junio y el final de octubre. La liberación de liquidez a través de la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación se vio compensada solo de forma marginal por otros factores autónomos, que aumentaron en 14,5 mm de euros en el período considerado, hasta alcanzar los 1.160,2 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron ligeramente, en 5,4 mm de euros, y se situaron en 936,6 mm de euros.** El aumento de 14,6 mm de euros observado en los activos exteriores netos se vio compensado con creces por el descenso de los activos netos denominados en euros.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos<sup>1</sup> considerados anteriormente y sus variaciones.

---

<sup>1</sup> Para más detalles sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Periodo de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto periodo de mantenimiento		Quinto periodo de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto periodo de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	3.280,0	(-105,3)	3.329,7	(-106,7)	3.230,3	(-99,4)	3.385,3	(+63,4)
Billetes en circulación	1.574,5	(-22,3)	1.585,3	(-18,6)	1.563,7	(-21,6)	1.596,9	(+33,6)
Depósitos de las AAPP	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.160,2	(+14,5)	1.190,5	(+25,6)	1.129,9	(-60,6)	1.145,7	(+42,3)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>1.971,2</b>	<b>(-1.871,8)</b>	<b>3.774,7</b>	<b>(-7,8)</b>	<b>167,6</b>	<b>(-3.607,1)</b>	<b>3.843,0</b>	<b>(+84,3)</b>
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
<b>Facilidad de depósito</b>	2.598,5	(+1.918,3)	707,0	(+28,3)	4.490,0	(+3.783,0)	680,2	(-50,2)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al periodo de referencia o de mantenimiento anterior. Con la suspensión del sistema de dos tramos, se ha eliminado del cuadro la información sobre los tramos exentos.

1) Se calculan como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

#### Activo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Periodo de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto periodo de mantenimiento		Quinto periodo de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto periodo de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	<b>936,6</b>	<b>(-5,4)</b>	<b>891,7</b>	<b>(-58,0)</b>	<b>981,6</b>	<b>(+89,8)</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>
Activos exteriores netos	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Activos netos denominados en euros	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>7.076,3</b>	<b>(-49,6)</b>	<b>7.081,4</b>	<b>(-27,7)</b>	<b>7.071,0</b>	<b>(-10,4)</b>	<b>7.125,9</b>	<b>(+59,5)</b>
Operaciones de mercado abierto	7.076,3	(-49,6)	7.081,4	(-27,7)	7.071,0	(-10,4)	7.125,9	(+59,5)
Operaciones de crédito	2.124,7	(-53,7)	2.126,6	(-23,7)	2.122,7	(-3,9)	2.178,3	(-22,5)
OPF	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
OFPLM a tres meses	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Operaciones TLTRO III	2.118,7	(-55,9)	2.121,7	(-24,7)	2.115,7	(-6,0)	2.174,6	(-22,6)
Operaciones PELTRO	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.951,6	(+4,0)	4.954,8	(-4,0)	4.948,3	(-6,6)	4.947,6	(+82,0)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

### Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.506,6	(-96,2)	2.599,7	(-48,3)	2.413,4	(-186,4)	2.602,8	(+25,3)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	2.343,7	(-100,0)	2.438,3	(-48,8)	2.249,0	(-189,3)	2.443,7	(+21,6)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.569,7	(+46,5)	4.481,7	(+20,6)	4.657,6	(+175,9)	4.523,1	(+34,1)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

### Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
OPF	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Índice RepoFunds Rate Euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Fuente: BCE.

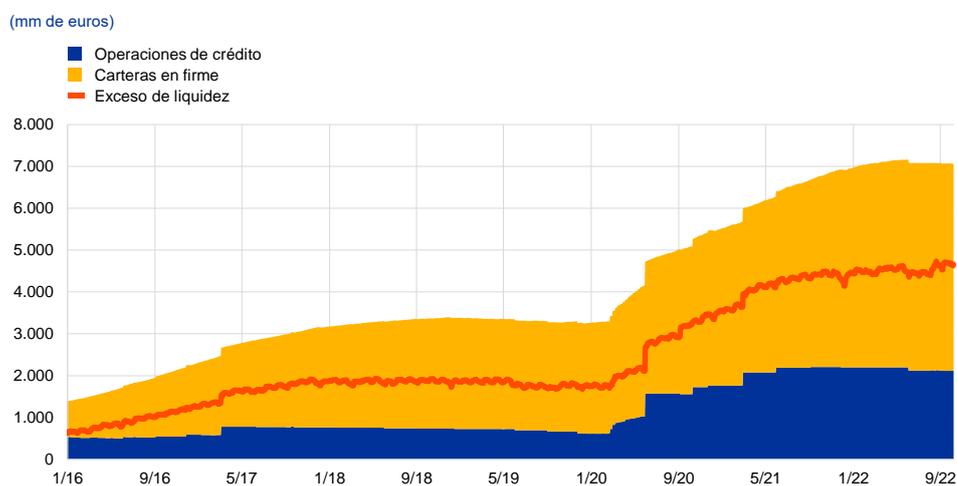
Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 49,6 mm de euros, hasta un importe de 7.076,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a la disminución de las operaciones de crédito resultante de los reembolsos voluntarios de fondos de las TLTRO III. Se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) del BCE a finales de marzo y a las efectuadas al amparo de su programa de compras de activos (APP) el 1 de julio de 2022, con lo que las carteras en firme ya no proporcionan liquidez adicional<sup>2</sup>.

### Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 1 de noviembre de 2022.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 53,7 mm de euros durante el período de referencia.** Esta disminución refleja principalmente los reembolsos voluntarios por importe de 74 mm de euros y de 6,5 mm de euros de operaciones TLTRO III realizados a finales de junio y de septiembre, respectivamente, así como 1,9 mm de euros procedentes de una operación TLTRO III con vencimiento en septiembre. Aunque la liquidación de los reembolsos de operaciones TLTRO III por valor de 74 mm de euros tuvo lugar en el cuarto período de mantenimiento, su efecto en las medias del período se apreció plenamente en el quinto período. Los vencimientos por importe de 0,5 mm de euros y de 1,3 mm de euros de operaciones PELTRO a finales de junio y de septiembre, respectivamente, contribuyeron solo de forma marginal a la reducción observada en el período considerado. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que, en

<sup>2</sup> Aunque las compras netas de activos finalizaron en el período de referencia anterior, el efecto en las medias del período aún se aprecia plenamente en el período de referencia actual. Además, los valores mantenidos en cartera se contabilizan a coste amortizado y se revalorizan al final de cada trimestre, lo que también tiene un impacto en las medias totales y en las variaciones de las carteras en firme.

promedio, registraron aumentos de 2,1 mm de euros y de 0,9 mm de euros, respectivamente, compensaron solo una pequeña parte de la liquidez drenada por los reembolsos de las operaciones TLTRO III y los vencimientos de las operaciones PELTRO.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 46,5 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo máximo de 4.569,7 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito.

**Cuando el BCE comenzó a subir los tipos de interés oficiales, las entidades de crédito empezaron a realizar cambios en la distribución del exceso de liquidez entre sus cuentas corrientes en el Eurosistema y la facilidad de depósito.**

Hasta que el BCE elevó el tipo de la facilidad de depósito por encima de cero, la remuneración de la liquidez mantenida en esa facilidad era la misma que la aplicada a la liquidez depositada en las cuentas corrientes por encima del exceso de reservas exento en el marco del sistema de dos tramos. Cuando el BCE incrementó el tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el 0,75 % a partir del 14 de septiembre de 2022, las reservas en cuentas corrientes que superaban las exigencias de reservas mínimas continuaron remunerándose al 0 %<sup>3</sup>. Para beneficiarse del tipo de interés positivo de la facilidad de depósito, las entidades debían trasladar el exceso de reservas de sus cuentas corrientes a la facilidad de depósito. Como resultado, los saldos medios en cuenta corriente disminuyeron en 3.607,1 mm de euros en el sexto período de mantenimiento, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito creció en 3.783 mm de euros. La diferencia entre estas dos cifras se explica por el aumento del exceso medio de liquidez debido a la disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez. Los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas se cifraron en 167,6 mm de euros en el sexto período de mantenimiento, lo que supone alrededor del doble de la liquidez estrictamente necesaria para cumplir las exigencias de reservas mínimas de 164,4 mm de euros. Ello puede obedecer a fricciones operativas temporales que se espera que se resuelvan con el tiempo para reducir el exceso de reservas remuneradas al 0 %.

**El BCE suspendió su sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de reservas.** Este sistema, por el que el exceso medio de reservas equivalente a hasta seis veces las exigencias de reservas mínimas quedaba exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, resultó innecesario

<sup>3</sup> Durante el período de referencia, las reservas mínimas se remuneraban al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del BCE. El 27 de octubre, el BCE anunció que reduciría el tipo de remuneración de las reservas mínimas fijándolo en el aplicado a la facilidad de depósito con efecto al principio del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 21 de diciembre de 2022, después del período analizado en este recuadro.

cuando el período de tipos de interés negativos finalizó en julio. Tras subir el tipo de interés de la facilidad de depósito por encima de cero en septiembre, el BCE decidió suspender el sistema de dos tramos fijando el multiplicador en cero.

## Evolución de los tipos de interés

**El €STR aumentó, en promedio, en 87 puntos básicos durante el período de referencia y se situó en el 0,29 % anual.** La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE de julio y de septiembre al mercado monetario sin garantía fue, en general, completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 8,5 puntos básicos y 9,3 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito correspondiente durante el quinto y el sexto período de mantenimiento.

**El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de casi 79,4 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el 0,148 %.** La transmisión al mercado monetario con garantía fue menos fluida que al mercado monetario sin garantía, como sucedió, en particular, cuando se produjo la subida de los tipos de interés oficiales de septiembre. La elevada incertidumbre en torno a cualquier cambio en el comportamiento de los participantes en el mercado durante el proceso de normalización de los tipos de interés, junto con los cambios asociados en los flujos de inversión, presionaron a la baja los tipos *repo* de las operaciones motivadas por la necesidad de colocar efectivo. Con todo, las tensiones observadas en el mercado de *repos* resultaron transitorias y se concentraron mayoritariamente en los activos de garantía emitidos por los Gobiernos alemán y francés. Para el 21 de septiembre, aproximadamente una semana después de que se hiciera efectiva la subida de los tipos de interés oficiales de septiembre, los tipos del mercado monetario con garantía se habían normalizado, en general, ajustándose al nuevo nivel de los tipos de interés oficiales, aunque con un diferencial algo mayor frente al €STR y al tipo de la facilidad de depósito que el período de referencia anterior.

## ¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?

Franziska Huennekes y Petra Köhler-Ulbrich

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (BLS, por sus siglas en inglés) proporciona información valiosa sobre los criterios de concesión y las condiciones de los préstamos bancarios, así como sobre la demanda de crédito, en la zona del euro. La información que se recopila en la encuesta arroja luz sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro a través del canal del crédito bancario. Se basa en una muestra representativa de unas 150 entidades de crédito de la zona. Aunque la información de la encuesta es de carácter cualitativo, las respuestas de las entidades participantes están estrechamente relacionadas con la evolución real del crecimiento y de los tipos de interés de los préstamos. La BLS resulta de especial utilidad para la política monetaria porque proporciona indicaciones tempranas de cambios en los criterios de aprobación, en las condiciones y en la demanda de crédito bancario antes de que dichos cambios se reflejen en la evolución real de los préstamos<sup>1</sup>. En este recuadro se describe cómo esta encuesta puede ofrecer indicaciones tempranas sobre la dinámica de los préstamos a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro.

Los datos de la BLS proporcionan información oportuna sobre las condiciones del crédito bancario y la demanda de préstamos. Las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas contestan al cuestionario en torno al final de cada trimestre. El BCE publica los datos agregados de la encuesta tres semanas después de la fecha de recepción de las respuestas. Este corto desfase en la publicación de los resultados en comparación con otros datos estadísticos hace que la BLS proporcione información adelantada sobre aspectos clave de la evolución del crédito en la zona del euro. Esta información ha sido particularmente valiosa para identificar puntos de inflexión en las condiciones crediticias y para analizar la evolución de los préstamos durante períodos excepcionales. Por ejemplo, cuando comenzó la pandemia de coronavirus en 2020, la BLS proporcionó señales tempranas de que se había producido un incremento acusado de la demanda de préstamos como consecuencia de las mayores necesidades de financiación a corto plazo de las empresas (gráfico A), así como una disminución sustancial de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares, debido principalmente a la caída de la confianza de los consumidores<sup>2</sup>. La BLS también proporcionó información oportuna acerca del impacto de la guerra de Rusia

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «[What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019. Véase también G. De Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, «[The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#)», *Working Paper Series*, n.º 1160, BCE, febrero de 2010.

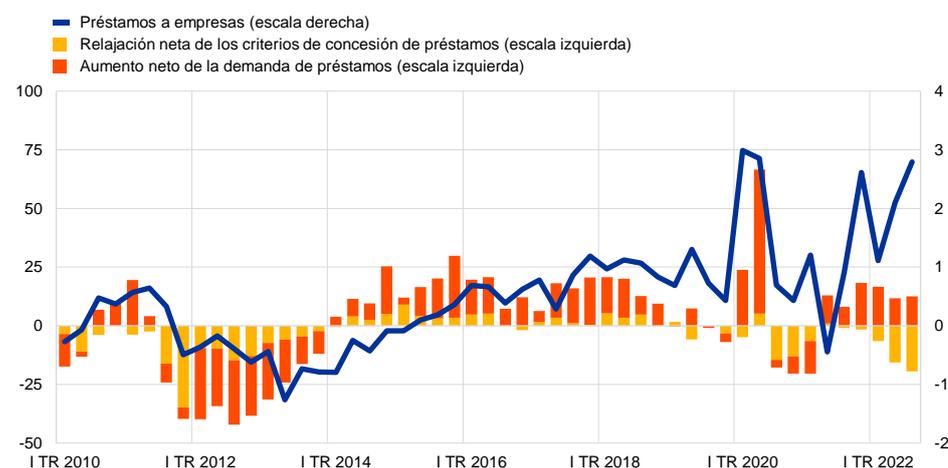
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «[Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

en Ucrania y de la escalada de los costes de la energía sobre las condiciones de financiación bancaria en 2022. Esta información puso de manifiesto un endurecimiento neto de los criterios de aprobación, que fundamentalmente obedeció al aumento de la percepción de riesgos de las entidades en un contexto de elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de preocupación sobre la solvencia de los prestatarios. Aunque la mayoría de las preguntas de la BLS son retrospectivas, también se incluyen varias de carácter prospectivo sobre las expectativas de las entidades en relación con los criterios de aprobación y la demanda de préstamos en los tres meses siguientes, lo que permite valorar cómo evolucionarán las condiciones crediticias futuras basándose directamente en las expectativas de las entidades.

### Gráfico A

#### Crecimiento de los préstamos e indicadores de la BLS en las empresas de la zona del euro

(escala izquierda: porcentaje neto de entidades en los tres meses anteriores; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral en porcentaje)



Fuente: BCE (BLS y estadísticas obtenidas de partidas del balance [BSI, por sus siglas en inglés]).

Notas: «Préstamos a empresas» se refiere al crecimiento intertrimestral neto de los préstamos a sociedades no financieras. Por lo que se refiere a los criterios de concesión de préstamos, los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que los criterios se han relajado y el porcentaje que señala que se han endurecido. En cuanto a la demanda de préstamos, los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de empresas que comunican un aumento y las que señalan una disminución.

**La BLS también contribuye a separar la oferta de la demanda de crédito en la evolución crediticia.** Los trabajos analíticos sobre la oferta y la demanda de préstamos y posibles restricciones crediticias han sido especialmente importantes para entender la evolución del crédito durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana<sup>3</sup>. Esta encuesta también ha desempeñado un papel relevante en la

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, C. Altavilla, M. Darracq Pariès y G. Nicoletti, «Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis», *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, donde los autores construyen un indicador de la oferta de préstamos basado en la BLS y lo utilizan para identificar el impacto de perturbaciones que afectan a la oferta de crédito sobre la actividad económica real de la zona del euro. Entre otros ejemplos de estudios analíticos sobre la oferta de préstamos basados en la BLS se encuentran, por ejemplo, H. Hempell y C. Kok Sorensen, «The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?», *Working Paper Series*, n.º 1262, BCE, noviembre de 2010, y A. Maddaloni y J.L. Peydró, «Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards», *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 6, 2011, pp. 2121-2165.

evaluación del impacto de las medidas de política monetaria del BCE —como las compras de activos y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)— en la oferta y la demanda de préstamos bancarios<sup>4</sup>. En general, la BLS ha demostrado ser una herramienta de gran utilidad para entender y analizar la evolución de las condiciones del crédito bancario en la zona del euro. Dentro de esta variedad tan amplia de temas, este recuadro se centra en una característica concreta de la BLS, que son sus propiedades como indicador adelantado para predecir el crecimiento de los préstamos.

**Los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos que presenta la BLS tienen propiedades de indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas.** Para obtener una primera indicación de la información que proporciona la BLS sobre el crecimiento futuro de los préstamos conviene considerar las correlaciones cruzadas entre los indicadores de la encuesta con diferentes adelantos y los datos sobre el crecimiento real de los préstamos. En el caso de los préstamos a empresas, la correlación cruzada entre los criterios de concesión y el crecimiento interanual de los préstamos es más elevada cuando el indicador de la BLS se adelanta entre cinco y seis trimestres al crecimiento real de los préstamos (panel a del gráfico B). Dicho de otro modo, un endurecimiento de los criterios de aprobación suele plasmarse en un crecimiento más débil de los préstamos alrededor de cinco a seis trimestres después. En cuanto a la demanda de crédito, la correlación máxima es más elevada que en el caso anterior, y con un adelanto menor, de unos tres trimestres. El adelanto de más trimestres entre los criterios de concesión y la evolución real de los préstamos es coherente con el hecho de que las entidades financieras fijan los criterios de aprobación antes de negociar los préstamos. En cambio, las necesidades de financiación de las empresas, según indica la demanda de crédito, se transmiten con más rapidez a la evolución del crecimiento real de los préstamos.

---

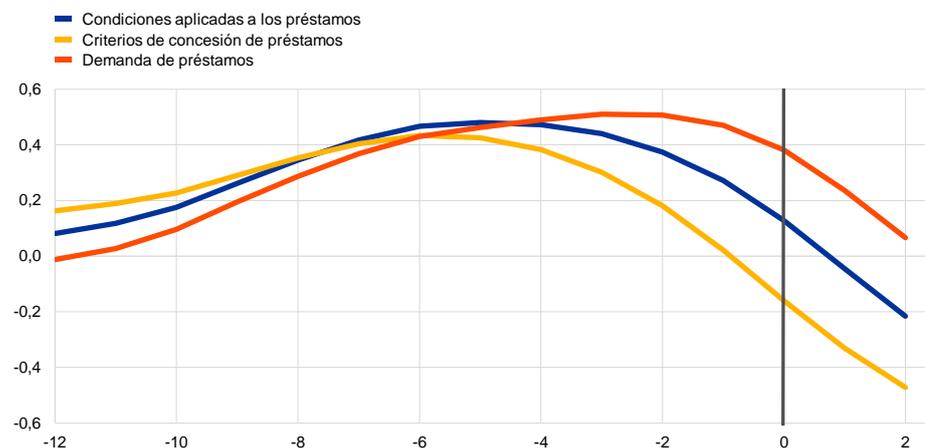
<sup>4</sup> Véanse, por ejemplo, C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton y S. Ongena, «Credit Supply and Demand in Unconventional Times», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n.º 8, 2021, y D. C. Andreeva y M. García-Posada «The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition», *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

## Gráfico B

### Correlaciones cruzadas entre el crecimiento de los préstamos y los indicadores de la BLS para las empresas y los hogares de la zona del euro

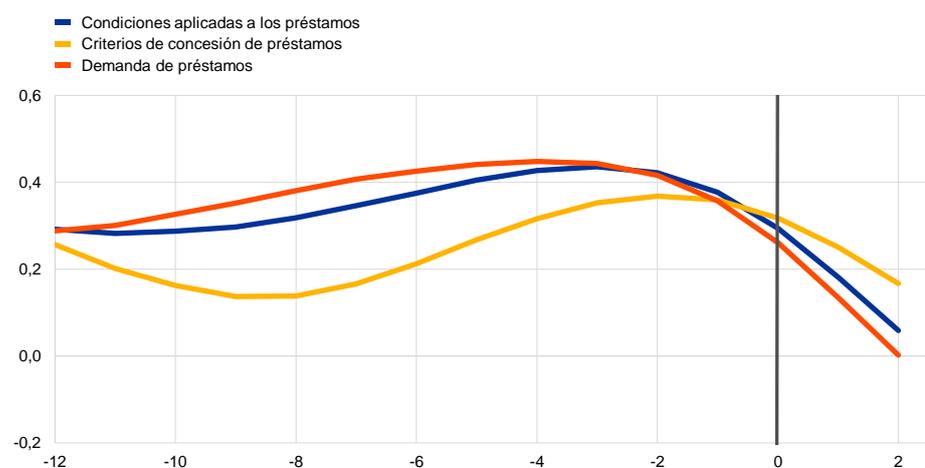
#### a) Préstamos a empresas

(eje de ordenadas: coeficiente de correlación; eje de abscisas: desfase de los indicadores de la BLS en relación con el crecimiento de los préstamos, en trimestres)



#### b) Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(eje de ordenadas: coeficiente de correlación; eje de abscisas: desfase de los indicadores de la BLS en relación con el crecimiento de los préstamos, en trimestres)



Fuente: BCE (BLS y estadísticas obtenidas de partidas del balance)

Notas: El gráfico ilustra la correlación entre los indicadores agregados de la BLS, basados en la muestra de unas 150 entidades de crédito, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos (crecimiento neto de los préstamos) concedidos a las sociedades no financieras (panel a) y a los hogares para adquisición de vivienda (panel b). Los indicadores de la BLS pueden anticipar el crecimiento del crédito (valor negativo en el eje de ordenadas) o presentar un retraso respecto a dicho crecimiento (valor positivo). «Condiciones aplicadas a los préstamos» se refiere al aumento neto de la demanda de préstamos deducido el endurecimiento neto de los criterios de concesión. Los «criterios de concesión de préstamos» se han invertido, es decir, los porcentajes netos se han definido como la proporción de entidades que señalan una relajación menos la proporción que indica un endurecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos se calcula como la suma de los flujos de préstamos durante los doce meses anteriores dividida por el saldo vivo de préstamos doce meses antes. Los indicadores de la BLS son medias móviles de cuatro trimestres. Los préstamos a empresas están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*).

**Además de las correlaciones simples mencionadas anteriormente, la información que proporcionan los indicadores de la BLS sobre el crecimiento futuro de los préstamos puede valorarse analizando su capacidad para predecir el crecimiento real del crédito.** En comparación con un modelo autorregresivo en el que el crecimiento de los préstamos se predice por su propio desfase, un modelo que incluye indicadores de la BLS mejora la previsión de dicho

crecimiento para las empresas de la zona del euro (panel a del gráfico C). Si bien, individualmente, los criterios de concesión y la demanda de préstamos mejoran las previsiones sobre la evolución de los préstamos, si ambos se combinan en un indicador de condiciones aplicadas a los préstamos, el comportamiento de las predicciones mejora adicionalmente con el tiempo, es decir, en promedio, el error de predicción es más reducido. También se dispone de una evidencia similar para los distintos países de la zona del euro sobre la información que proporciona la BLS acerca del crecimiento futuro de los préstamos<sup>5</sup>.

---

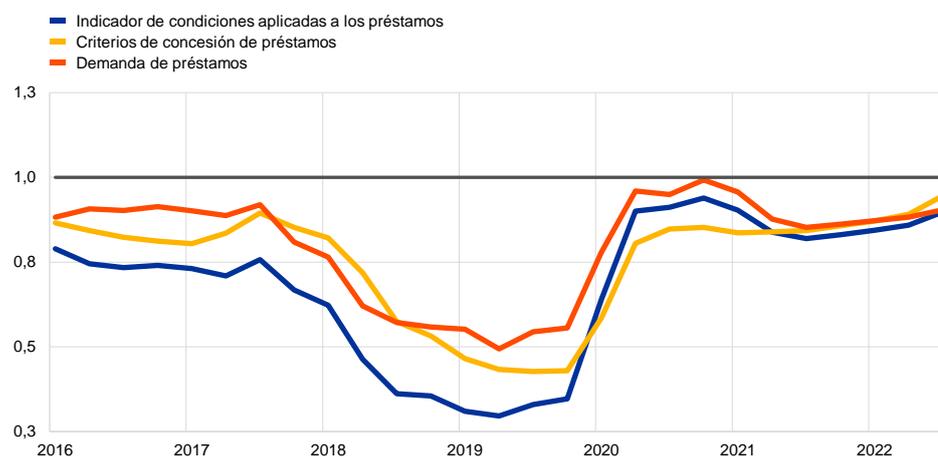
<sup>5</sup> Véanse «Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey», Monthly Report, *Deutsche Bundesbank*, septiembre de 2022, y G. Leveuge, «On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators», *Working Paper Series*, Banque de France, n.º 567, agosto de 2015.

## Gráfico C

### Propiedades de la BLS como indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas de la zona del euro

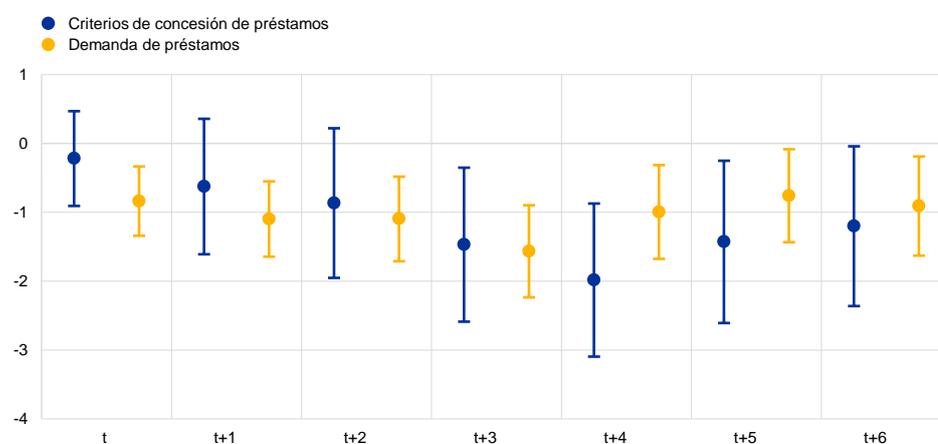
#### a) Comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento agregado de los préstamos

(ratio de la raíz del error cuadrático medio de la predicción fuera de la muestra del crecimiento de los préstamos basada en modelos con y sin indicadores de la BLS)



#### b) Impacto de los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos a nivel de entidades de crédito individuales

(impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (BLS y estadísticas de partidas del balance para el panel a; datos individuales de la BLS y estadísticas de partidas del balance individuales para el panel b) y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento interanual de los préstamos en un horizonte de dos trimestres. Los valores inferiores a 1 indican que, si un modelo autorregresivo puro se amplía incluyendo los indicadores de la BLS, la precisión de la predicción mejora. El crecimiento interanual de los préstamos se define como los flujos netos de préstamos durante los doce meses anteriores divididos por el saldo vivo de préstamos doce meses antes, ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los modelos se estiman para ventanas móviles de diez años. Las raíces de los errores cuadráticos medios se calculan para ventanas móviles de cuatro años. En el panel b se muestra el impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en los períodos  $t+i$ , con los indicadores de la BLS medidos en el período  $t$ . Los efectos se refieren a las entidades de crédito que contestan que los criterios de concesión se han relajado o no se han modificado, o que la demanda de préstamos ha aumentado o no ha variado. Los coeficientes son el resultado de una regresión en la que la variable dependiente es el crecimiento interanual de los préstamos netos concedidos a empresas y las variables explicativas son los respectivos desfases en los criterios de concesión y la demanda de préstamos señalados por las entidades participantes en la encuesta, tres desfases respecto a la variable dependiente y efectos fijos entidad de crédito y país-tiempo. La muestra incluye 149 entidades de crédito y abarca el período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2022.

### La BLS contiene información sobre el crecimiento futuro de los préstamos, no solo a nivel agregado, sino también de las entidades de crédito individuales.

Las estimaciones a nivel de entidad muestran que en aquellas que declaran un endurecimiento de los criterios de concesión, el crecimiento real de los préstamos a

empresas disminuye de manera significativa entre tres y seis trimestres después del endurecimiento en comparación con las entidades que indican que los criterios se han relajado o no se han modificado (panel b del gráfico C). Al mismo tiempo, en el caso de las entidades que en la BLS señalan una reducción de la demanda de préstamos, el crecimiento real de los préstamos a empresas es menor en ese mismo trimestre y en los siguientes respecto al de las entidades que manifiestan que la demanda no ha variado o ha aumentado<sup>6</sup>. Esto muestra que la relación más contemporánea entre la demanda de préstamos y su crecimiento real en las correlaciones cruzadas de la serie agregada también es válida a nivel de entidades individuales.

**Por lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda, los indicadores de la BLS también ofrecen información valiosa sobre su crecimiento futuro, aunque con menos anticipación y con una correlación algo más débil que en el caso de los préstamos a empresas.** En concreto, la correlación cruzada entre los criterios de concesión y el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda muestra que el indicador de la BLS solo presenta un ligero adelanto con respecto al crecimiento real de estos préstamos (un máximo de unos dos trimestres; panel b del gráfico B). En cuanto a la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, la correlación cruzada con el crecimiento de esta modalidad de crédito suele ser más elevada que cuando se utilizan los criterios de aprobación, y alcanza un máximo algo antes, con un adelanto de tres a cuatro trimestres. En conjunto, la correlación de los indicadores de la BLS con el crecimiento neto de los préstamos es, en general, más débil para los préstamos para adquisición de vivienda que para el crédito a empresas. No obstante, es posible que esta diferencia esté relacionada con el hecho de que los reembolsos de préstamos para adquisición de vivienda fueron considerables unos diez años después del auge que registró el mercado de la vivienda antes de la crisis financiera global, lo que estuvo lastrando el crecimiento neto de estos préstamos<sup>7</sup>. De hecho, la correlación es más intensa tanto en los criterios de concesión como en la demanda de préstamos para adquisición de vivienda cuando se consideran solo las nuevas operaciones (un máximo de alrededor de 0,6 en ambos casos, con un adelanto de cuatro trimestres), lo que también es coherente con el hecho de que en la BLS se pida a las entidades de crédito que indiquen préstamos brutos.

**La información obtenida en la BLS también contribuye a mejorar las previsiones sobre el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda.** A diferencia de las predicciones sobre el crédito a empresas, las relativas al crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda ofrecen mejores resultados si se incluye la demanda de préstamos que si se utilizan los criterios de concesión (panel a del gráfico D). Esto es acorde con el hecho de que la correlación

<sup>6</sup> Estos resultados muestran que las respuestas de las entidades a las preguntas relacionadas con los criterios de concesión y con la demanda de préstamos por parte de empresas no solo contribuyen a mejorar las previsiones de crecimiento de los préstamos en términos agregados, sino que también contienen información valiosa sobre los cambios en los volúmenes de préstamo de las entidades individuales. Es importante señalar que esto es válido incluso si se tienen en cuenta la evolución pasada, factores específicos de las entidades y la evolución macroeconómica nacional, que pueden influir en los mercados de crédito en los que operan las entidades.

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2018.

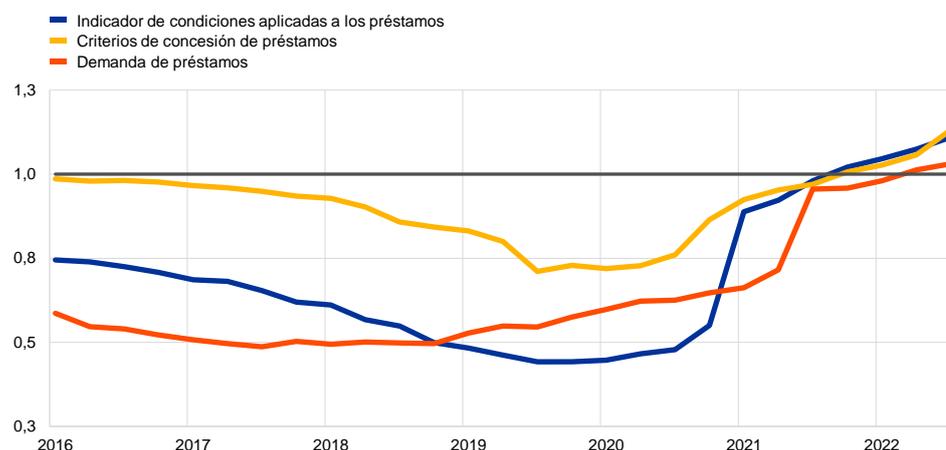
cruzada del crecimiento neto de los préstamos para adquisición de vivienda es menor con los criterios de concesión que con la demanda de préstamos, como se ha señalado anteriormente. La demanda de crédito también contribuye a predecir el crecimiento futuro de estos préstamos a nivel de entidades: las que indican una caída de la demanda registran un crecimiento más bajo de los préstamos en los trimestres siguientes que las que declaran que la demanda no ha variado o ha aumentado (panel b del gráfico D). En cambio, los criterios de concesión son menos relevantes para predecir el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, no solo a nivel agregado sino también en entidades individuales.

## Gráfico D

### Propiedades de la BLS como indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda de la zona del euro

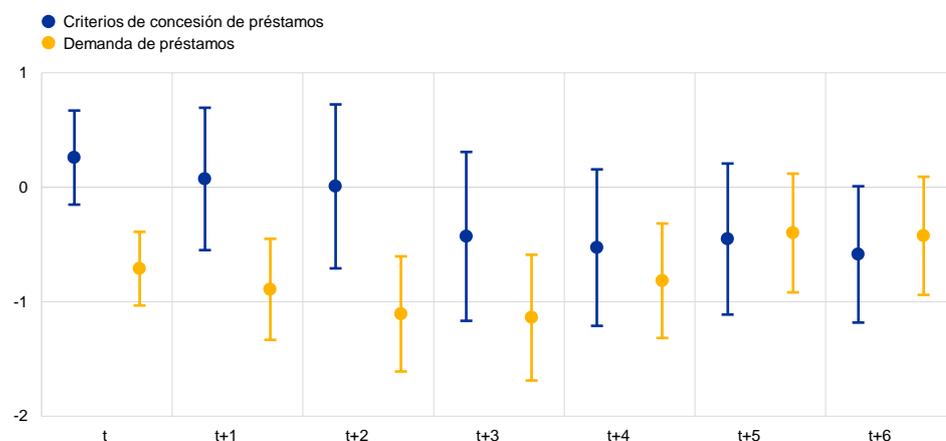
#### a) Comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento agregado de los préstamos

(ratio de la raíz del error cuadrático medio de la predicción fuera de la muestra del crecimiento de los préstamos basada en modelos con y sin indicadores de la BLS)



#### b) Impacto de los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos a nivel de entidades individuales

(impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (BLS y estadísticas de partidas del balance para el panel a; datos individuales de la BLS y estadísticas de partidas del balance individuales para el panel b) y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento interanual de los préstamos en el horizonte con la raíz del error cuadrático promedio más baja (dos trimestres para los criterios de concesión, cinco trimestres para la demanda de préstamos y tres trimestres para las condiciones aplicadas a los préstamos). Los valores inferiores a 1 indican que, si un modelo autorregresivo puro se amplía con los indicadores de la BLS, la precisión de la predicción mejora. El crecimiento interanual de los préstamos se define como los flujos netos de préstamos durante los doce meses anteriores divididos por el saldo vivo de préstamos doce meses antes. Los modelos se estiman para ventanas móviles de diez años. Las raíces del error cuadrático medio se calculan para ventanas móviles de cuatro años. En el panel b se muestra el impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en los períodos t+i, y los indicadores de la BLS se miden en el período t. Los efectos se refieren a entidades de crédito que contestan que los criterios de concesión se han relajado o no se han modificado, o que la demanda de préstamos ha aumentado o no ha variado. Los coeficientes son el resultado de una regresión en la que la variable dependiente es el crecimiento interanual de los préstamos netos a hogares para adquisición de vivienda y las variables explicativas son los desfases respectivos en relación con los criterios de concesión y la demanda de préstamos declarados por las entidades participantes en la encuesta, tres desfases de la variable dependiente y efectos fijos entidad de crédito y país-tiempo. La muestra incluye 140 entidades de crédito y abarca el período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2022.

**En vista de estas conclusiones, la BLS apunta actualmente a una desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro en los próximos trimestres. En los tres primeros trimestres de 2022, las entidades encuestadas señalaron un**

endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas<sup>8</sup>. En particular, el endurecimiento neto del segundo y el tercer trimestre fue superior al observado durante la pandemia de coronavirus (que se vio amortiguado por la intervención del sector público en forma de programas de avales públicos y otras medidas de apoyo fiscal, así como por las medidas de política monetaria y por las adoptadas por las autoridades supervisoras), aunque se mantuvo por debajo del endurecimiento neto registrado durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana<sup>9</sup>. Los principales factores determinantes de este endurecimiento fueron el aumento de la percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo de las entidades, debido a la preocupación por el empeoramiento de las perspectivas económicas generales y de la solvencia de los prestatarios. Los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de las entidades también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda. Este efecto se intensificó durante los tres primeros trimestres de 2022 como consecuencia de la normalización en curso de la política monetaria. Todo ello refleja la utilidad de la encuesta para valorar la transmisión de la política monetaria del BCE a las empresas y los hogares de la zona del euro a través del canal del crédito bancario. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en general, la demanda de préstamos por parte de empresas continuó incrementándose en los tres primeros trimestres de 2022, fundamentalmente debido a sus mayores necesidades de financiación de capital circulante y existencias. En la BLS de octubre de 2022, las entidades manifestaron que en el cuarto trimestre de 2022 esperaban un fuerte endurecimiento neto adicional de los criterios de concesión, pero una disminución neta de la demanda de préstamos a empresas. En conjunto, estos resultados apuntan a un menor crecimiento de los créditos al sector empresarial en 2023<sup>10</sup>. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, las entidades indicaron una reducción neta considerable de la demanda en el tercer trimestre de 2022, tras una disminución más moderada en el trimestre precedente. Esta evolución, junto con el acusado endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda en el segundo y el tercer trimestre de 2022, sugiere un marcado descenso del crecimiento real de estos préstamos en los próximos trimestres. De hecho, ya se observan señales de un punto de inflexión en el crecimiento real de esta modalidad de crédito.

---

<sup>8</sup> La evidencia obtenida de la BLS a partir de las respuestas de las entidades encuestadas es acorde con la evidencia más reciente procedente de la Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), en la que las empresas participantes señalaron un aumento de su brecha de financiación para el período comprendido entre abril y septiembre de 2022 y expectativas de disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios en el período entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Véase el recuadro titulado «[El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE](#)» en este Boletín Económico.

<sup>9</sup> Véanse los informes de la BLS sobre estos trimestres en el [sitio web del BCE](#).

<sup>10</sup> Sin perjuicio de la información que proporcionan los indicadores de la BLS sobre el crecimiento real de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda, se ha de tener presente que la evolución prevista se obtiene únicamente a partir de las expectativas de las entidades participantes en la encuesta (sin factores que expliquen en qué se basan) por lo que podrían verse modificadas por cambios futuros en el contexto macroeconómico y en el panorama económico general.

## 8 Implicaciones para la política fiscal de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023

Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

**El 22 de noviembre de 2022, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023**<sup>1</sup>. Dado que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) continuará aplicándose en 2023, en la evaluación, la Comisión ha seguido el mismo enfoque que en los dos años anteriores, y se ha centrado en valorar el cumplimiento de los proyectos de planes presupuestarios con las recomendaciones de política fiscal que son de carácter más cualitativo que cuantitativo<sup>2</sup>. Estas recomendaciones fueron adoptadas por el Consejo el 12 de julio de 2022. En esos momentos, el Consejo también pidió a los países de la zona que adoptaran políticas fiscales diferenciadas en 2023. En particular, recomendó a los países con un nivel elevado de deuda pública que garanticen una política fiscal prudente. En la práctica, esto significa mantener el crecimiento del gasto corriente primario financiado a nivel nacional, excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos, por debajo del crecimiento del producto potencial a medio plazo. A los países de la zona del euro con un nivel de deuda bajo o medio se les recomendó asegurar que el crecimiento del gasto corriente financiado a nivel nacional esté en consonancia con una orientación general neutra de la política fiscal. En ambos casos se reconocía que los planes de gasto de los Gobiernos deberían tener en cuenta la continuación del apoyo temporal y específico a los hogares y empresas a través de medidas compensatorias relacionadas con la energía, y a las personas que huyen de la guerra causada por la agresión de Rusia a Ucrania. También se pidió a los países de la zona del euro que aumentaran la inversión pública en los ámbitos de las transiciones ecológica y digital y de la seguridad energética<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Véase «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo relativa a los proyectos de planes presupuestarios para 2023: evaluación general», Comisión Europea, 22 de noviembre de 2022; y «Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro», Comisión Europea, 22 de noviembre de 2022. Los proyectos de planes presupuestarios de Italia y Letonia, que fueron presentados por los Gobiernos salientes, contemplaban la «continuación de las políticas», por lo que no fueron evaluados por la Comisión cuando elaboró su paquete de otoño. Tras la presentación de una actualización el 21 de noviembre de 2022, la Comisión publicó un dictamen sobre el proyecto de plan presupuestario de Italia el 14 de diciembre de 2022.

<sup>2</sup> La cláusula general de salvaguardia se introdujo como parte de la reforma del PEC asociada al paquete legislativo denominado «six-pack» en 2011. Esta cláusula puede activarse en caso de que se produzca una circunstancia inusual sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado y que incida de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en períodos de grave recesión económica para la zona del euro o para la UE en su conjunto. Su activación permite que los Estados miembros se desvíen temporalmente de las exigencias de ajuste presupuestario establecidas en los componentes preventivo y corrector del Pacto, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

<sup>3</sup> Aparte de las Recomendaciones del Consejo, en su [declaración sobre las orientaciones de política fiscal para 2023 del 11 de julio de 2022](#), el Eurogrupo consideró que, en el caso de la zona del euro, el apoyo a la demanda global a través de las políticas fiscales en 2023 no estaba justificado en vista de las circunstancias económicas predominantes, sobre todo la dinámica inflacionista.

**Al evaluar si los planes presupuestarios para 2023 siguen las recomendaciones del Consejo, la Comisión se centró en el cumplimiento por parte de los países de un indicador desarrollado en el contexto de la crisis del coronavirus (COVID-19) que ajusta el valor de referencia del gasto establecido en el PEC<sup>4</sup>.** Primero, este indicador tiene en cuenta el gasto financiado con subvenciones procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) o con otros fondos de la UE. Estas fuentes de financiación proporcionan un impulso fiscal a la economía, pero no quedan reflejadas en los saldos presupuestarios de los países de la zona del euro, ya que se registran a la vez como ingreso y como gasto. Segundo, el indicador excluye las medidas de emergencia temporales aplicadas para hacer frente a la pandemia de COVID-19. Es importante señalar que el gasto agregado en el que se basa el indicador incluye las medidas de gasto adoptadas en respuesta a la crisis energética y la inversión pública financiada a nivel nacional. La Comisión examinó el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Consejo del 12 de julio de 2022 a partir de la evaluación de la evolución de estas partidas del gasto.

**A juicio de la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023 se ajustan, en líneas generales, a las recomendaciones de política fiscal del Consejo, salvo contadas excepciones.**

Entre los países con un nivel de deuda elevado, la Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario de Bélgica solo se ajusta en parte a la recomendación, ya que el crecimiento del gasto corriente financiado a nivel nacional supera el crecimiento del producto potencial. En cuanto a Portugal, aunque su evaluación fue positiva, en general, la Comisión estimó que corre el riesgo de ajustarse solo parcialmente a la recomendación en caso de que las medidas compensatorias relacionadas con la energía no se retiren según lo previsto<sup>5</sup>. En el grupo de países con un nivel bajo o medio de deuda pública, se consideró que los proyectos de planes presupuestarios de Alemania, Estonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Eslovaquia se ajustan en parte a la recomendación, dadas las contribuciones más expansivas que neutras de su gasto corriente neto financiado a nivel nacional a la orientación general de las políticas fiscales en 2023<sup>6</sup>. Todos los países de la zona del euro tienen previsto financiar la inversión pública destinada a las transiciones ecológica y digital y a la seguridad

<sup>4</sup> La Comisión calcula este indicador que refleja la orientación de las políticas fiscales examinando el incremento interanual del gasto neto en relación con el crecimiento potencial a diez años y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB. A raíz de las recomendaciones del Consejo sobre los programas de estabilidad de 2021, el componente de gasto agregado neto subyacente se ajustó para incluir el gasto financiado con subvenciones del MRR y otros fondos de la UE, y excluir las medidas de emergencia temporales relacionadas con la crisis del COVID-19. Además de la contribución del gasto financiado por la UE, en la evaluación, la Comisión incluye las aportaciones a la orientación fiscal general procedentes de diferentes componentes del gasto agregado financiados a nivel nacional, en concreto: i) inversiones, ii) otros gastos de capital, y iii) gasto primario corriente (excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos). Este indicador es diferente del que se ha utilizado tradicionalmente para evaluar la orientación de la política fiscal en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) basado en el concepto de saldo primario ajustado de ciclo (véase la sección 6 de este Boletín Económico).

<sup>5</sup> En relación con la evaluación general de la Comisión del proyecto de plan presupuestario de Portugal, en la [declaración del Eurogrupo sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2023](#) del 5 de diciembre de 2022 se destacaban los avances de este país en la reducción del déficit y la deuda.

<sup>6</sup> Según el análisis de la Comisión, en el caso de los Países Bajos, aunque la contribución del gasto corriente primario financiado a nivel nacional a la orientación de la política fiscal es globalmente neutra, la orientación general de la política fiscal es expansiva.

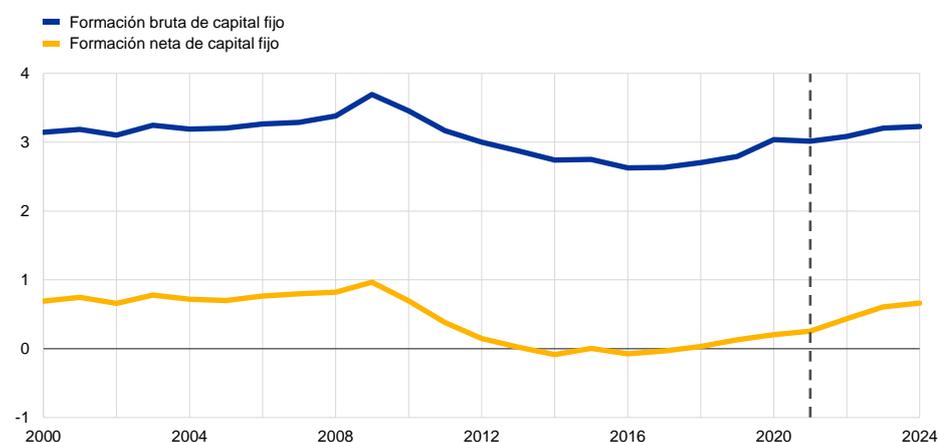
energética haciendo uso, entre otros, de las subvenciones del MRR y de otros fondos de la UE, como recomendó el Consejo.

**En la evaluación de la Comisión también se puso de relieve el aumento de la inversión pública en toda la zona del euro desde 2018, que ha continuado en 2020-2022 pese a las perturbaciones generadas por el COVID-19 y la guerra de Rusia en Ucrania.** Aunque el incremento de la inversión pública como porcentaje del PIB ha sido moderado desde la pandemia, contrasta con la pauta observada después de la crisis financiera global, cuando la inversión pública bruta se redujo en más de 1 punto porcentual del PIB y la inversión neta —que tiene en cuenta la depreciación del *stock* de capital— pasó a ser negativa entre 2014 y 2017 (gráfico A).

### Gráfico A

#### Inversión pública de la zona del euro, 2000-2024

(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).

Notas: Los datos para los años 2022-2024 proceden de las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión Europea. La línea vertical punteada indica el inicio del horizonte de proyección.

### A juicio de la Comisión, las políticas fiscales podrían ser expansivas en 2023 en un entorno de inflación todavía elevada.

De acuerdo con las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión, que tienen en cuenta los proyectos de planes presupuestarios para 2023, la expansión fiscal basada en el indicador ajustado descrito anteriormente será equivalente a alrededor del 2,2 % del PIB en 2022, al tiempo que están previstas políticas fiscales globalmente neutras para 2023<sup>7</sup>. Las previsiones de la Comisión incluyen un impacto presupuestario neto del 0,9 % del PIB procedente de las medidas dirigidas a mitigar el efecto de los altos precios de la energía para los hogares y las empresas de la zona del euro en 2023, frente a un efecto del 1,3 % del PIB en 2022. La Comisión estimó asimismo que, si las medidas existentes se prorrogaran durante todo 2023, su coste podría aumentar en un 1 % adicional del PIB y situarse cerca del 2 % del PIB en 2023, de forma que las políticas fiscales serían más expansivas.

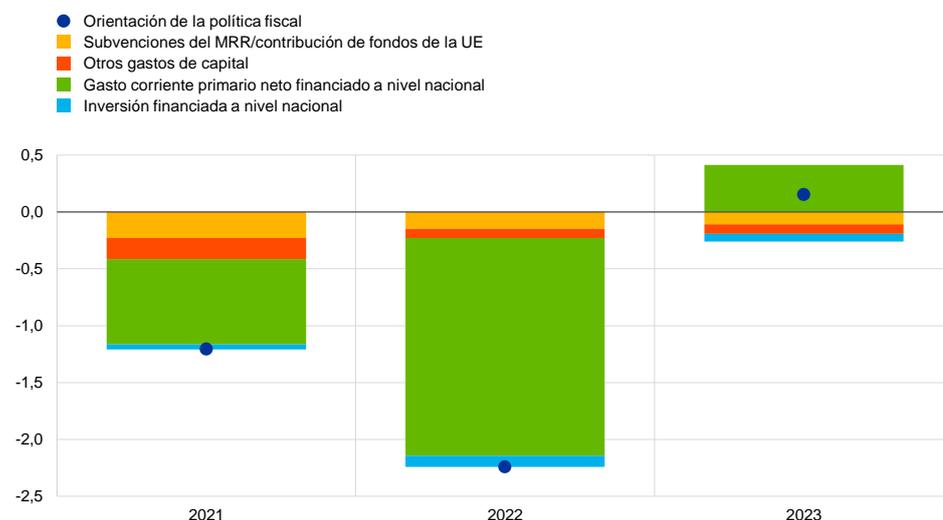
<sup>7</sup> Véase «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo relativa a los proyectos de planes presupuestarios para 2023: evaluación general», *op. cit.*

**Las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema incluyen un número de medidas de apoyo relacionadas con la energía sustancialmente mayor que el escenario base de la Comisión, lo que apunta a una orientación expansiva de la política fiscal en 2023.** Se estima que el apoyo energético agregado en la zona del euro, incorporado en las perspectivas macroeconómicas del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, es de alrededor del 2 % del PIB<sup>8</sup>. Este porcentaje es significativamente más elevado que el de las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión y refleja, entre otras cosas, una fecha de cierre de las proyecciones más tardía, por lo que los supuestos fiscales de las proyecciones de diciembre incorporan un número mayor de medidas de apoyo definidas con suficiente detalle para poder ser tenidas en cuenta en los supuestos fiscales de las proyecciones de diciembre<sup>9</sup>.

### Gráfico B

#### Evaluación de la Comisión de la orientación de la política fiscal, 2021-2023

(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).

Notas: Para evaluar la orientación de la política fiscal de la zona del euro, la Comisión utilizó el enfoque del valor de referencia del gasto ajustado que se explica en el texto. Una cifra negativa (positiva) indica una orientación expansiva (contractiva).

**Para garantizar que las políticas fiscales no intensifiquen las presiones inflacionistas al tiempo que protegen la sostenibilidad de la deuda y promueven unas finanzas públicas que fomenten el crecimiento, es importante que estén focalizadas y adaptadas a las circunstancias, y que sean temporales.** Desde el punto de vista de la política monetaria, las medidas de apoyo

<sup>8</sup> Véase la sección 2 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022».

<sup>9</sup> La elaboración de las proyecciones sobre variables fiscales en las proyecciones macroeconómicas es responsabilidad del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas. Las proyecciones fiscales son plenamente coherentes con las proyecciones macroeconómicas y tienen en cuenta la información más reciente, por ejemplo, los últimos datos publicados, leyes presupuestarias, presupuestos complementarios, y los programas de estabilidad y convergencia. Las proyecciones fiscales solo incorporan las medidas que han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que ya se han definido de manera suficientemente detallada y es probable que se aprueben tras su tramitación legislativa. Para más información, véase BCE, «A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises», julio de 2016.

relacionadas con la energía deben ajustarse aún más siguiendo estos tres criterios y deberían: i) *focalizarse* en los más vulnerables para que el estímulo fiscal sea limitado y beneficie a los que más lo necesitan, ii) *adaptarse a las circunstancias* con el fin de que no debiliten los incentivos para reducir la demanda de energía, y iii) ser *temporales*, de forma que el impulso fiscal no se mantenga más tiempo del estrictamente preciso. Dado que está previsto desactivar la cláusula general de salvaguardia del PEC en 2024, será esencial llegar a tiempo a un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE porque ayudará a orientar las políticas fiscales en el futuro<sup>10</sup>. En general, la reducción gradual, realista y sostenida de la deuda pública en los casos en los que sea necesario debería combinarse con mejoras en la calidad de los presupuestos públicos y con una inversión pública sostenida para respaldar el crecimiento potencial, así como las transiciones ecológica y digital.

---

<sup>10</sup> Véase «[Comunicación sobre las orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE](#)», Comisión Europea, 9 de noviembre de 2022.

# Artículos

## 1 El programa de compras de emergencia frente a la pandemia: un primer análisis

Benjamin Bönninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe y Julian Schumacher

### Introducción

**El BCE introdujo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en marzo de 2020, en respuesta a la extraordinaria perturbación económica y financiera provocada por la pandemia de coronavirus (COVID-19)**<sup>1</sup>. La pandemia irrumpió con toda su fuerza a principios de 2020 y constituyó una emergencia colectiva de salud pública sin precedentes en la historia reciente, que causó una terrible tragedia humana en todo el mundo. También fue una perturbación económica de proporciones enormes, que generó importantes disrupciones económicas en la producción, el comercio, la inversión, el empleo y el consumo. Las consecuencias económicas requerían una respuesta contundente y decidida para ayudar a los ciudadanos y a las empresas en riesgo, y las autoridades fiscales y monetarias de todo el mundo dieron esa respuesta con celeridad. En este artículo se ofrece un primer análisis de una de las piedras angulares de la respuesta de política monetaria del BCE: el anuncio del PEPP el 18 de marzo de 2020 y su posterior ejecución, que supuso la realización por parte del BCE de compras netas de valores de los sectores público y privado de la zona del euro por un importe total de 1,7 billones de euros, aproximadamente, hasta marzo de 2022. Desde la finalización de las compras netas en marzo de 2022, las operaciones en el marco del PEPP se limitan a reinversiones del principal de los valores de la cartera que van venciendo. Como se anunció en diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno pretende reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

**El PEPP se diseñó con una función doble: respaldar el funcionamiento de los mercados, así como la transmisión de la política monetaria, y permitir relajar sustancialmente la orientación de la política monetaria para contrarrestar los graves riesgos a la baja para la estabilidad de precios derivados de la pandemia.** La pandemia y las medidas de contención asociadas en todo el mundo condujeron a una acusada revisión a la baja de las perspectivas económicas y financieras, y a un aumento sustancial de la incertidumbre, lo que dejó a la zona del euro con unas perspectivas de inflación a medio plazo incluso más débiles que las

<sup>1</sup> Véanse P. R. Lane, «[Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP](#)», discurso pronunciado en International Macroeconomics Chair Banque de France – Paris School of Economics, 31 de marzo de 2022 (y las referencias que en él se citan), y P. R. Lane, «The monetary policy response in the euro area», en B. English, K. Forbes y A. Ubide (eds.), «[Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era](#)», CEPR Press, Londres, 2021.

que había en el momento de su estallido. Las tensiones resultantes en el sistema financiero mundial aumentaron el riesgo de ventas forzadas y de espirales adversas de iliquidez. En estas condiciones, el PEPP demostró ser un instrumento fundamental adicional a las compras de activos que ya se estaban llevando a cabo en el marco del programa de compras de activos (APP) del BCE para proporcionar liquidez a los mercados y limitar el riesgo de dinámicas autocumplidas. El anuncio del PEPP logró interrumpir el rápido distanciamiento entre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro y los tipos de interés libres de riesgo en el contexto de las turbulencias en los mercados de principios de 2020. Para ello se ha utilizado como aproximación la brecha entre los tipos OIS (*overnight index swap*) y los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ponderados por el PIB (gráfico 1). Esta reacción fue esencial, ya que los rendimientos de la deuda soberana actúan como tipos de interés de referencia para las condiciones de financiación en el conjunto de la economía de la zona del euro y se utilizan para fijar el precio de los bonos bancarios y corporativos, así como de los préstamos bancarios a empresas y a hogares, por lo que son fundamentales para la transmisión de la política monetaria<sup>2</sup>. La estabilización de los mercados tras el anuncio del PEPP aseguró la correcta transmisión de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE a las empresas y los hogares y, por tanto, conjuntamente con el apoyo sustancial procedente de la política fiscal a nivel de la UE, ayudó a contrarrestar la perturbación causada por la pandemia en las perspectivas de inflación<sup>3</sup>. Para respaldar la recuperación económica y salvaguardar la estabilidad de precios era necesario un mayor grado de acomodación monetaria, en forma de condiciones de financiación más favorables para las empresas y los hogares. Después de que se incrementara la dotación total del PEPP tras el anuncio inicial, este programa también fue esencial para relajar aún más la orientación de la política monetaria del BCE, al reducir el volumen de valores de los sectores público y privado en el mercado y, por ende, rebajar más sus rendimientos. En resumen, el PEPP cumplió dos funciones críticas, que se reforzaron mutuamente, para contrarrestar una perturbación sin precedentes: la estabilización de los mercados y la relajación de la orientación de la política monetaria, dos factores que se esperaba que contribuyeran significativamente a la estabilidad de precios.

---

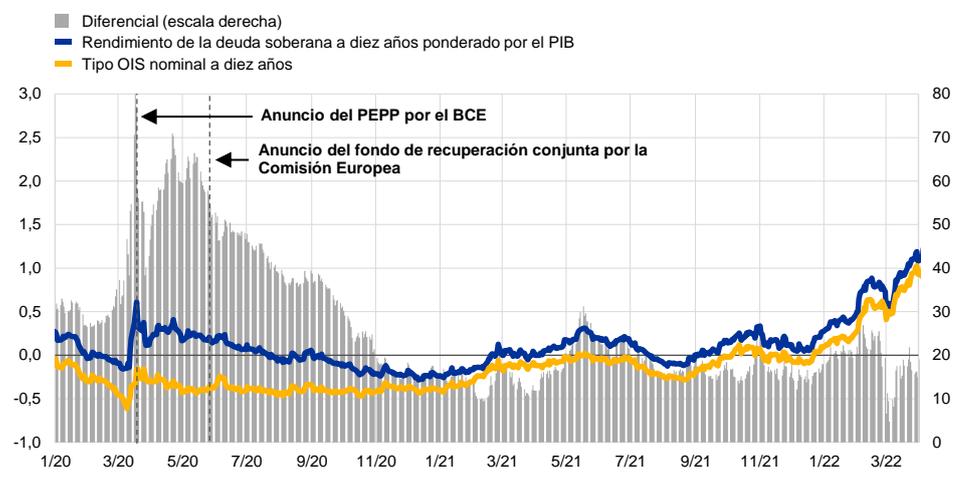
<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, P. R. Lane, «[The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#)», discurso pronunciado en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 de febrero de 2021.

<sup>3</sup> La política de *forward guidance* condicionada a la situación económica que ya aplicaba el Consejo de Gobierno del BCE antes del estallido del COVID-19 aseguró que la curva de tipos de interés libres de riesgo pudiera ajustarse a la perturbación económica adversa provocada por la pandemia. En respuesta a la pandemia y antes del anuncio del PEPP, el Consejo de Gobierno había decidido adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria, que incluía operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) adicionales mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, la relajación de las condiciones aplicadas en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) y un aumento temporal del programa de compras de activos (APP), que ya estaba respaldando la convergencia de las perspectivas de inflación anteriores a la pandemia a niveles próximos al objetivo de inflación del BCE.

### Gráfico 1

#### Rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB y tipo OIS nominal a diez años en la zona del euro: niveles y diferencial

(porcentajes; puntos básicos)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

**En este artículo se ofrece un primer análisis de la experiencia del BCE —y del Eurosistema en general— con el PEPP, poniendo el foco en sus objetivos, su ejecución y su eficacia.** Dadas las circunstancias excepcionales, inciertas y rápidamente cambiantes creadas por la pandemia, el PEPP requería un grado elevado de flexibilidad en su diseño y ejecución en comparación con el APP. El diseño y la ejecución del programa se ajustaron efectivamente a estas necesidades, sobre todo en lo que respecta a la flexibilidad incorporada, tal como se describe en las secciones 3 y 4. En consecuencia, y como ilustra la evidencia empírica descrita en la sección 5, el PEPP se convirtió en un elemento indispensable de la respuesta de política monetaria del BCE frente a la pandemia.

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

## 2 La evolución de los salarios y sus determinantes desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka y Gerrit Koester

### Introducción

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha afectado considerablemente a los mercados de trabajo y a los indicadores del crecimiento salarial de la zona del euro.** La irrupción de la pandemia provocó la disminución más acusada del total de horas trabajadas registrada hasta la fecha. La introducción generalizada de programas de mantenimiento del empleo para contener los efectos de la pandemia ayudó a que las pérdidas de empleo se mantuvieran en niveles moderados —en particular si se comparan con la caída del PIB— e influyó en la evolución de la remuneración del trabajo. Las medidas de contención y los cambios en la oferta y la demanda de bienes y servicios derivados de la pandemia también se plasmaron en unas dinámicas salariales y de empleo más heterogéneas por sectores. Más recientemente, el avance de los salarios ha estado impulsado por la fortaleza excepcional del repunte de la economía tras su reapertura y por la invasión rusa de Ucrania, que han contribuido a una escalada sin precedentes de la inflación de los precios de consumo. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores en la zona del euro experimentó un brusco descenso a raíz de la invasión y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas se intensificó. La combinación de estos factores ha dificultado enormemente el análisis de las presiones salariales subyacentes y de las perspectivas de crecimiento de los salarios. A estas dificultades se han sumado cuestiones relacionadas con el tratamiento estadístico de las ayudas públicas concedidas en el contexto de los programas de mantenimiento del empleo.

**Los indicadores del crecimiento salarial han sido sumamente volátiles desde el inicio de la pandemia, debido, en parte, al impacto de los programas de mantenimiento del empleo, lo que ha complicado el análisis de la evolución de los salarios.** Las grandes fluctuaciones de las horas trabajadas y —en mucha menor medida— del empleo relacionadas con la pandemia se han traducido en una mayor volatilidad de las tasas de avance interanual de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora, que suelen ser los principales indicadores utilizados para analizar el crecimiento salarial en la zona del euro<sup>1</sup>. Los programas de mantenimiento del empleo introducidos por los Gobiernos para evitar pérdidas de empleo a gran escala han tenido un efecto distinto en el empleo y en las horas trabajadas, generando una brecha entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. El diferente tratamiento estadístico de

<sup>1</sup> Para información más detallada, véase C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu, (eds.), «[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 232, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2019, revisado en diciembre de 2020.

estas medidas de apoyo también ha dificultado la comparación de la evolución de los salarios entre los países de la zona del euro.

**En este entorno económico atípico, los modelos empíricos estándar contribuyen solo de forma limitada al análisis de la evolución salarial en la zona del euro.** Normalmente, la evolución de los salarios se puede analizar sobre la base de regularidades empíricas observando la curva de Phillips, que asocia el crecimiento de los salarios con el grado de holgura de la economía o del mercado de trabajo, la inflación pasada y/o prevista, y la productividad. Sin embargo, durante la pandemia, los indicadores de crecimiento salarial, así como los de actividad económica y de holgura del mercado laboral, han seguido patrones que se desvían significativamente de las regularidades históricas, lo que ha dificultado la interpretación de los resultados obtenidos de los modelos empíricos habituales<sup>2</sup>. Por ello, el análisis de las presiones salariales subyacentes se ha tornado mucho más complejo y requiere un estudio en profundidad del impacto de la pandemia en los distintos indicadores del crecimiento de los salarios.

**En este artículo se analiza la evolución de los salarios y los principales factores que han influido en ella desde el inicio de la pandemia.** En primer lugar, se examina la evolución de un amplio conjunto de indicadores de salarios para la zona del euro desde el comienzo de la pandemia y se considera si son útiles para señalar las presiones salariales. También se proponen enfoques para corregir el impacto de los programas de mantenimiento del empleo en el crecimiento de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora. A continuación, se estudian las diferencias sectoriales en la evolución de los salarios como consecuencia del impacto heterogéneo de la perturbación generada por la pandemia. Por último, se analiza el efecto de la inflación en el crecimiento salarial en la zona del euro considerando la evolución de los salarios reales en términos de precios de consumo y de producción en la economía en su conjunto y en sus sectores más importantes.

## Conclusiones

**La pandemia de COVID-19 y las medidas públicas adoptadas para amortiguar su impacto han generado una volatilidad excepcionalmente elevada en los indicadores del crecimiento salarial, lo que dificulta el análisis de la evolución de los salarios.** Los efectos de los programas de mantenimiento del empleo introducidos por los Gobiernos para evitar pérdidas de empleo a gran escala han desempeñado un papel fundamental a este respecto. En este entorno económico atípico, la contribución de los modelos empíricos consolidados, como las regresiones de la curva de Phillips de salarios, al análisis de la evolución salarial en la zona del euro es solo limitada. Esto se debe a que los indicadores de salarios y sus principales determinantes han seguido patrones muy alejados de las

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, E. Bobeica y B. Hartwig, «[The COVID-19 shock and challenges for time series models](#)», *Working Paper Series*, n.º 2558, BCE, Frankfurt am Main, mayo de 2021, o M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a VAR after March 2020](#)», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, Frankfurt am Main, agosto de 2020.

regularidades históricas. Su volatilidad puede entenderse si se tienen en cuenta las distorsiones estadísticas derivadas de los programas de mantenimiento del empleo.

**Las estimaciones del crecimiento subyacente de los salarios se han mantenido en niveles relativamente moderados, en promedio, desde que se inició la pandemia, si bien más recientemente han empezado a aumentar.** Al corregir, utilizando distintos métodos, los efectos de los programas de mantenimiento del empleo en el crecimiento de la remuneración por asalariado, durante el período comprendido entre el inicio de la pandemia y el segundo trimestre de 2022, dicho crecimiento se aproxima bastante a su media histórica.

**Por el momento, no hay evidencia de que se haya producido un cambio en la tendencia de crecimiento salarial en términos de remuneración por asalariado desde el inicio de la pandemia.** Si no se tiene en cuenta la volatilidad observada en los dos últimos años, los principales indicadores salariales, como la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, se sitúan actualmente en niveles algo superiores a los implícitos en sus tendencias de largo plazo previas a la pandemia. El crecimiento de la remuneración por asalariado, corregido de los efectos relacionados con la pandemia, prácticamente ha retomado su tendencia de largo plazo anterior a la pandemia.

**Al margen de las distorsiones en los indicadores salariales asociadas a la pandemia, que han mostrado una gran heterogeneidad sectorial, se aprecian señales de un avance más vigoroso de los salarios en ramas del sector servicios.** Los salarios se sitúan por encima de sus niveles previos a la pandemia sobre todo en aquellas ramas de servicios en las que la reciente escasez de mano de obra ha sido acusada.

**Si se tiene en cuenta el impacto de la inflación, los salarios reales en términos de precios de consumo son ahora sustancialmente más bajos que antes de la pandemia.** Esto podría llevar a los sindicatos a demandar mayores incrementos salariales en las próximas negociaciones, sobre todo en sectores con salarios más reducidos. Para el total de la economía, los salarios reales en términos de precios de producción han disminuido mucho menos que en términos de precios de consumo si se comparan con los niveles previos a la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019, en gran parte como consecuencia de la evolución salarial en los servicios no intensivos en contacto.

**De cara al futuro, se espera que el avance de los salarios sea muy vigoroso en los próximos trimestres en comparación con los patrones históricos.** Esto se debe a la solidez de los mercados de trabajo, que hasta ahora no se han visto afectados de forma sustancial por la desaceleración de la economía, a las subidas de los salarios mínimos nacionales y a cierta convergencia entre los salarios y las elevadas tasas de inflación. Más allá del corto plazo, es probable que las expectativas de ralentización de la economía en la zona del euro y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas presionen a la baja el crecimiento salarial.

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

# Estadísticas

## Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Actividad económica	S 3
3 Precios y costes	S 9
4 Evolución de los mercados financieros	S 13
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

## Información adicional

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Los datos incluidos en esta sección del *Boletín Económico* están disponibles en el SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

En el SDW puede consultarse el *Boletín Estadístico* completo: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Las definiciones metodológicas se encuentran en las notas generales del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las notas técnicas del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

- Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable
- .
- ...
- (p) Cifra provisional
- (d.) Desestacionalizado
- (s.d.) Sin desestacionalizar

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,8	2,3	1,6	-0,4	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,1	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,9	7,5	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 IV TR	1,7	1,7	1,6	1,2	1,4	0,5	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 I TR	0,5	-0,4	0,7	-0,5	1,4	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
II TR	-0,4	-0,1	0,2	1,1	-2,6	0,8	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
III TR	.	0,7	-0,2	-0,2	.	0,3	10,3	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3
2022 Jun	-	-	-	-	-	-	10,3	6,5	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6
Jul	-	-	-	-	-	-	10,2	6,8	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9
Ago	-	-	-	-	-	-	10,3	7,2	8,3	9,9	3,0	2,5	9,1
Sep	-	-	-	-	-	-	10,5	7,6	8,2	10,1	3,0	.	9,9
Oct	-	-	-	-	-	-	10,7	7,6	7,7	11,1	3,7	.	10,6
Nov <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	7,1	10,7	.	.	10,0

Fuentes: Eurostat (col. 6, 13), BPI (col. 9, 10, 11, 12) y OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

3) La cifra relativa a la zona del euro es una estimación basada en datos nacionales provisionales, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 1.2 Principales socios comerciales, índice de directores de compras (PMI) y comercio mundial

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión, d.)							Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,2	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,0	9,4	12,7
2021 IV TR	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,1	2,3	1,9
2022 I TR	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,7	3,4	0,0
II TR	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,2	-0,2	0,6
III TR	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	-0,1	1,8
2022 Jun	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,2	-0,2	0,6
Jul	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	0,9	2,5
Ago	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,2	-0,3	2,9
Sep	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,2	46,5	0,8	-0,1	1,8
Oct	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	.	.	.
Nov	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	.	.	.

Fuentes: Markit (col. 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

1) Las columnas «Mundiales» y «Economías avanzadas» excluyen la zona del euro. Los datos anuales y trimestrales son variaciones entre períodos; los datos mensuales son variaciones intertrimestrales. Todos los datos están desestacionalizados.

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna							Saldo exterior <sup>1)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2019	11.986,3	11.579,0	6.381,8	2.456,1	2.657,1	1.252,0	770,7	627,6	83,9	407,3	5.772,1	5.364,9
2020	11.456,5	11.046,3	5.924,4	2.565,7	2.515,9	1.221,6	685,3	602,2	40,3	410,2	5.187,8	4.777,7
2021	12.313,5	11.834,4	6.289,0	2.717,8	2.701,7	1.369,4	761,1	563,8	126,0	479,1	6.070,2	5.591,1
2021 IV TR	3.176,2	3.093,5	1.642,2	692,6	707,0	355,7	193,4	156,0	51,7	82,7	1.634,7	1.552,1
2022 I TR	3.231,7	3.147,2	1.677,8	700,4	718,7	372,8	199,5	144,5	50,2	84,5	1.713,5	1.629,0
II TR	3.292,0	3.226,7	1.725,1	707,8	741,6	383,9	207,1	148,6	52,1	65,4	1.826,7	1.761,3
III TR	3.339,0	3.327,0	1.769,0	715,7	777,8	388,0	213,9	174,0	64,4	12,0	1.890,4	1.878,4
en porcentaje del PIB												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2021 IV TR	0,5	1,4	-0,1	0,4	3,4	0,2	1,6	13,5	-	-	2,6	4,7
2022 I TR	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,7	2,1	1,5	-9,4	-	-	1,4	-0,7
II TR	0,8	1,0	1,0	-0,1	0,9	-0,4	2,2	2,4	-	-	1,7	2,2
III TR	0,3	1,5	0,9	0,1	3,6	-0,9	2,0	16,8	-	-	1,7	4,3
tasas de variación interanual												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,3	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,1	-11,6	-3,9	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	6,0	9,1	-7,5	-	-	10,5	8,3
2021 IV TR	4,8	5,0	5,9	2,6	2,0	1,7	1,5	3,0	-	-	8,3	9,2
2022 I TR	5,5	5,6	7,9	3,0	3,6	4,3	1,9	4,5	-	-	8,7	9,3
II TR	4,2	4,4	5,4	0,7	2,7	1,3	2,9	5,9	-	-	7,9	8,4
III TR	2,3	3,5	1,7	0,4	7,4	1,0	7,5	23,0	-	-	7,7	10,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2021 IV TR	0,5	1,3	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,8	-	-
2022 I TR	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,3	1,1	-	-
II TR	0,8	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-	-
III TR	0,3	1,4	0,4	0,0	0,8	-0,1	0,1	0,8	0,2	-1,1	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2021 IV TR	4,8	4,8	3,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,8	0,0	-	-
2022 I TR	5,5	5,4	3,9	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	-	-
II TR	4,2	4,2	2,7	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
III TR	2,3	3,3	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,8	-1,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2019	10.743,8	176,7	2.103,8	555,5	2.041,8	531,6	481,7	1.203,9	1.251,7	2.027,1	369,9	1.242,4
2020	10.326,3	175,3	1.994,3	543,8	1.794,2	544,5	483,1	1.207,7	1.200,5	2.060,3	322,7	1.130,2
2021	11.042,0	188,1	2.166,2	594,8	1.996,5	586,1	497,1	1.242,7	1.285,8	2.151,6	333,1	1.271,5
2021 IV TR	2.836,8	50,0	555,3	152,0	536,6	149,6	124,8	312,9	330,8	540,3	84,4	339,4
2022 I TR	2.891,2	51,6	576,4	158,0	545,4	150,5	124,9	315,6	335,5	546,8	86,3	340,5
II TR	2.951,4	54,3	591,8	161,4	570,5	153,9	126,8	317,8	341,0	544,2	89,8	340,6
III TR	3.006,8	55,8	597,5	162,3	588,9	154,3	128,9	323,7	346,0	557,0	92,5	332,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2021 IV TR	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,2	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,1
2022 I TR	0,9	-0,9	0,5	2,4	0,9	0,7	0,0	0,9	1,0	0,9	2,0	-1,7
II TR	0,7	-0,7	0,6	-0,7	1,7	2,1	0,2	0,2	1,0	-0,6	4,3	1,9
III TR	0,7	0,3	0,7	-1,7	1,3	0,0	-0,3	-0,1	0,3	1,4	3,0	-2,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2019	1,5	0,9	0,5	0,8	2,5	5,6	0,6	1,3	1,9	1,1	1,7	1,9
2020	-6,0	0,2	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,7	-6,9
2021	5,2	0,0	7,0	5,3	7,9	7,0	3,0	1,7	6,0	3,5	3,1	6,3
2021 IV TR	4,7	-0,9	1,9	0,8	11,8	8,7	2,2	1,8	5,7	2,0	14,2	5,8
2022 I TR	5,3	-0,5	1,8	4,6	14,1	6,5	0,4	3,2	6,3	1,9	17,2	6,7
II TR	4,3	-1,7	2,1	1,6	11,0	6,9	0,4	2,4	5,1	0,8	16,2	3,8
III TR	2,5	-1,3	2,3	0,2	4,5	5,1	-0,4	1,6	3,3	0,8	6,8	0,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2021 IV TR	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 I TR	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II TR	0,7	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-
III TR	0,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019	1,5	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 IV TR	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 I TR	5,3	0,0	0,4	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
II TR	4,3	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
III TR	2,5	0,0	0,5	0,0	0,8	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

### 2.3 Empleo<sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	85,9	14,1	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,3	1,2	2,8	1,7	3,3	-0,3	1,9	1,2	1,3	0,5
2020	-1,5	-1,6	-1,2	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,3	3,2	0,5	4,8	0,8	1,0	2,8	2,1	0,5
2021 IV TR	2,4	2,7	0,3	-1,0	1,2	3,1	3,3	6,5	0,8	0,5	3,6	1,7	1,7
2022 I TR	3,0	3,3	1,1	-1,3	1,5	3,5	5,0	6,1	-0,2	2,4	4,3	1,7	3,0
II TR	2,6	2,9	0,6	-0,7	1,3	3,2	4,5	6,0	0,1	2,5	3,3	1,4	2,2
III TR	1,7	1,9	0,8	-1,7	1,4	3,0	1,6	6,0	-0,4	4,2	2,4	1,4	1,2
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2019	100,0	81,2	18,8	4,1	14,9	6,9	25,9	3,1	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	0,9	1,1	0,1	-3,2	0,6	2,8	1,2	2,9	0,6	2,0	1,0	1,0	-0,2
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,6	0,6	4,5	8,9	6,7	7,5	2,9	6,4	7,3	3,7	5,2
2021 IV TR	4,8	4,7	5,3	-1,6	2,1	3,6	11,0	6,8	0,6	2,8	5,6	0,8	8,1
2022 I TR	6,6	6,6	6,4	-2,0	2,5	4,7	16,1	6,2	-0,6	6,9	6,6	1,1	13,6
II TR	3,7	4,0	2,6	-2,0	1,0	2,5	9,9	5,1	-1,5	4,5	4,0	-0,3	7,3
III TR	2,5	2,8	1,0	-1,5	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,2	3,1
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	-0,4	-0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	0,9	0,1	-0,3	-0,3	-0,7
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,8	4,8	5,5	6,2	2,5	2,1	5,4	4,4	1,6	4,7
2021 IV TR	2,3	1,9	5,0	-0,5	0,9	0,5	7,4	0,2	-0,2	2,3	1,9	-0,9	6,3
2022 I TR	3,4	3,2	5,2	-0,7	1,0	1,2	10,6	0,2	-0,4	4,4	2,2	-0,5	10,3
II TR	1,1	1,0	1,9	-1,3	-0,4	-0,7	5,2	-0,9	-1,7	2,0	0,7	-1,6	5,1
III TR	0,8	1,0	0,2	0,2	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,1	-0,3	1,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,059	6,8	2,368	16,3	6,347	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,959	3,5	12,833	8,0	3,0	10,281	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,320	3,4	12,633	7,7	3,2	10,181	6,8	2,452	16,8	6,432	7,4	6,202	8,1	2,4
2021 IV TR	164,577	3,3	11,743	7,1	3,0	9,564	6,4	2,179	14,7	6,038	6,9	5,705	7,4	2,8
2022 I TR	165,440	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,2	5,736	6,5	5,603	7,2	3,1
II TR	166,103	3,1	11,026	6,6	2,7	8,814	5,8	2,213	14,4	5,538	6,3	5,488	7,1	3,2
III TR	.	.	11,033	6,6	.	8,727	5,8	2,306	15,0	5,518	6,2	5,515	7,1	3,2
2022 May	-	-	11,130	6,7	-	8,959	5,9	2,172	14,1	5,589	6,3	5,541	7,1	-
Jun	-	-	11,113	6,7	-	8,846	5,9	2,267	14,7	5,584	6,3	5,529	7,1	-
Jul	-	-	11,036	6,6	-	8,781	5,8	2,255	14,7	5,542	6,3	5,493	7,1	-
Ago	-	-	11,050	6,7	-	8,737	5,8	2,312	15,0	5,516	6,2	5,534	7,1	-
Sep	-	-	11,014	6,6	-	8,662	5,7	2,351	15,2	5,496	6,2	5,518	7,1	-
Oct	-	-	10,872	6,5	-	8,546	5,7	2,326	15,0	5,394	6,1	5,478	7,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. Existe una ruptura en la serie a partir del primer trimestre de 2021 debido a la implementación del Reglamento de estadísticas sociales europeas integradas. Debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas a los hogares, incluida la encuesta de población activa, las cifras relativas a la zona del euro incluyen datos de Alemania a partir del primer trimestre de 2020 que no son estimaciones directas obtenidas de los microdatos de la encuesta de población activa, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos de otras encuestas integradas a hogares.

2) Sin desestacionalizar.

3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje. Los datos no están desestacionalizados y abarcan la industria, la construcción y los servicios (excluidos los hogares como empleadores y las organizaciones y organismos extraterritoriales).

### 2.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Cifra de negocio de los servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación			Combustible
	1	2	3	4	5	6							
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2019	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,2	-4,4	-5,7	-0,8	3,8	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,6	9,1	7,8	1,6	4,7	5,1	0,8	7,9	9,4	13,3	-3,1
2021 IV TR	0,2	0,1	2,2	-3,9	4,0	2,1	0,3	4,3	-0,7	6,8	14,2	16,9	-25,0
2022 I TR	-0,3	-0,1	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,9	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
II TR	0,4	0,7	-0,1	-0,2	2,4	-0,5	2,3	1,0	-2,8	2,8	7,9	.	-16,3
III TR	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,9	-0,7	-1,6	-0,9	3,6	.	2,2
2022 May	1,6	2,0	0,2	1,0	6,2	-1,9	2,9	1,1	-3,3	3,3	6,6	-	-17,4
Jun	2,2	2,4	-0,3	8,0	-2,2	0,4	1,3	-2,9	-2,1	-4,0	1,9	-	-13,5
Jul	-2,5	-2,6	-2,0	-5,0	-0,9	0,3	2,3	-0,8	-1,7	-0,9	2,2	-	-6,4
Ago	2,6	3,2	-0,5	7,9	2,0	-0,6	2,0	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	-	4,4
Sep	5,1	6,1	-1,9	14,2	5,3	-4,0	1,0	0,0	-2,0	0,6	3,7	-	10,3
Oct	3,4	4,7	-2,9	9,2	9,2	-8,7	.	-2,7	-3,9	-2,6	2,5	-	14,9
tasas de variación intermensual (d.)													
2022 May	1,3	1,9	0,2	2,9	3,0	-3,5	0,3	0,0	-1,0	0,6	0,0	-	0,5
Jun	0,9	0,7	-0,1	3,2	-4,2	1,0	-1,2	-1,0	0,0	-1,6	-0,9	-	0,5
Jul	-2,0	-2,0	-1,0	-4,1	2,2	-0,5	0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,9	-	1,3
Ago	1,6	1,7	-0,6	2,8	1,8	0,0	-1,0	0,0	-0,7	0,3	2,1	-	11,9
Sep	0,8	1,5	-0,7	2,0	2,5	-1,9	0,1	0,8	0,6	1,2	-0,7	-	7,4
Oct	-2,0	-2,2	-1,3	-0,6	-0,2	-3,9	.	-1,8	-1,5	-2,1	0,3	-	1,7

Fuentes: Eurostat, cálculos de BCE y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (col. 13).

1) Incluido el comercio mayorista.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 IV TR	116,0	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,0	16,8	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 I TR	111,1	11,8	82,5	-13,7	9,5	1,8	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
II TR	104,0	6,9	82,4	-22,4	5,5	-4,5	13,1	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
III TR	96,6	1,4	81,9	-26,9	2,8	-7,2	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
2022 Jun	103,2	6,9	-	-23,7	3,6	-5,2	13,4	-	52,1	49,3	53,0	52,0
Jul	98,6	3,3	82,3	-27,0	3,0	-7,1	9,7	91,0	49,8	46,3	51,2	49,9
Ago	97,4	1,2	-	-24,9	3,5	-6,3	7,9	-	49,6	46,5	49,8	49,0
Sep	93,7	-0,3	-	-28,7	1,8	-8,2	4,6	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Oct	92,7	-1,2	81,4	-27,5	2,6	-6,7	2,1	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
Nov	93,7	-2,0	-	-23,9	2,3	-6,7	2,3	-	47,1	46,0	48,5	47,8

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y Markit (col. 9-12).

### 2.7 Resumen de indicadores de los hogares y de las sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,1	2,0	2,5	3,9	6,0	3,6	47,8	24,2	75,2	2,1	7,8	2,0
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,7	4,7	3,8	46,1	24,7	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,4	3,4	16,9	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	7,9	3,0
2021 III TR	18,9	96,1	0,7	3,9	14,6	7,7	7,2	48,9	26,8	79,4	4,2	12,9	2,3
IV TR	17,7	95,8	0,7	3,4	15,8	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	14,3	3,0
2022 I TR	16,1	95,5	0,2	3,0	16,8	5,6	8,3	48,6	25,8	78,8	4,8	16,2	3,0
II TR	14,8	95,3	-0,4	2,7	16,1	2,9	8,1	48,3	24,2	77,3	4,7	-3,5	3,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, de la deuda y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones).

2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.

3) La tasa de beneficios es el cociente entre la renta empresarial bruta (equivalente, en general, al flujo de efectivo) y el valor añadido bruto.

4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

## 2 Actividad económica

### 2.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 IV TR	1.185,9	1.152,7	33,2	650,3	619,1	279,4	246,4	216,4	205,5	39,7	81,7	60,3	46,9
2022 I TR	1.224,5	1.212,2	12,3	684,6	676,2	294,3	255,8	209,5	208,4	36,1	71,8	27,8	20,6
II TR	1.278,0	1.317,5	-39,6	717,8	746,9	305,2	267,3	214,4	219,5	40,6	83,9	110,3	11,8
III TR	1.320,5	1.376,3	-55,8	755,3	806,7	308,9	284,1	217,2	204,6	39,3	80,8	17,6	10,3
2022 Abr	417,8	431,3	-13,5	233,0	242,8	100,5	88,3	70,5	72,8	13,8	27,5	6,7	4,5
May	427,4	443,5	-16,1	240,6	248,5	101,9	89,1	71,3	78,2	13,6	27,7	95,4	3,5
Jun	432,8	442,8	-10,0	244,3	255,6	102,8	89,9	72,6	68,6	13,1	28,7	8,1	3,7
Jul	432,9	453,7	-20,8	245,2	264,1	103,7	92,3	71,7	70,4	12,4	26,9	5,7	3,4
Ago	442,3	469,2	-26,9	253,8	275,9	102,7	95,6	72,8	70,1	12,8	27,6	4,9	3,1
Sep	445,4	453,4	-8,1	256,2	266,8	102,5	96,3	72,7	64,1	14,0	26,3	7,0	3,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2022 Sep	5.008,9	5.058,8	-49,9	2.808,0	2.848,9	1.187,7	1.053,7	857,5	838,0	155,7	318,1	216,0	89,6
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2022 Sep	38,4	38,8	-0,4	21,5	21,8	9,1	8,1	6,6	6,4	1,2	2,4	1,7	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

### 2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu-facturas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2021 IV TR	12,1	32,9	637,0	323,3	116,1	186,6	524,3	656,2	403,5	97,8	148,3	450,8	72,0
2022 I TR	17,1	40,7	676,5	343,3	124,3	196,7	554,2	718,8	454,3	104,3	151,6	478,7	85,6
II TR	20,2	45,7	714,9	361,0	126,2	216,5	574,7	810,8	524,7	111,6	163,7	516,6	107,9
III TR	20,1	47,2	733,6	.	.	.	590,6	859,3	.	.	.	533,1	.
2022 Abr	12,7	40,3	231,4	116,6	41,4	70,4	187,3	264,7	170,9	36,0	53,4	167,6	33,5
May	28,3	53,2	241,8	122,4	41,7	73,4	193,6	271,3	175,2	37,4	55,4	174,5	34,3
Jun	19,8	43,9	241,7	122,1	43,1	72,6	193,8	274,9	178,6	38,2	54,9	174,5	40,1
Jul	13,2	43,8	237,7	119,7	42,8	70,8	189,8	278,2	183,7	36,7	54,2	172,7	36,8
Ago	23,9	53,5	245,9	123,8	44,7	73,2	198,4	293,5	191,5	40,1	57,5	182,7	32,9
Sep	23,6	44,6	250,0	.	.	.	202,4	287,7	.	.	.	177,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2021 IV TR	0,6	7,3	105,1	112,2	96,3	102,1	104,1	113,2	116,0	110,2	110,6	115,1	93,8
2022 I TR	2,4	10,0	106,2	111,4	101,8	103,7	105,7	114,9	117,6	115,1	110,6	118,0	93,0
II TR	2,6	11,0	106,9	110,5	100,3	109,0	105,7	121,0	123,9	120,7	115,7	123,0	95,1
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Mar	-0,7	5,8	105,5	110,7	99,4	102,5	103,8	115,6	118,2	115,4	111,8	118,1	88,6
Abr	-2,6	6,7	105,4	108,8	99,8	108,1	104,3	119,5	122,1	117,4	114,9	121,3	93,7
May	9,5	17,5	108,3	112,5	99,0	110,7	106,8	122,3	125,2	122,7	117,5	124,9	94,3
Jun	1,3	9,1	107,0	110,4	102,0	108,2	106,1	121,2	124,6	121,9	114,5	122,7	97,4
Jul	-3,6	8,9	104,2	107,5	100,4	104,1	103,3	118,8	123,0	115,1	111,7	120,0	.
Ago	5,9	18,7	107,0	109,9	104,6	107,4	107,1	126,3	129,8	128,2	116,2	126,6	.

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y los datos de comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 2.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

## 3 Precios y costes

### 3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 IV TR	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	1,0	0,7	0,2	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 I TR	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,8	3,4	1,6	14,4	0,8	6,0	6,9
II TR	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	4,2	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1
III TR	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,9	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8
2022 Jun	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,5	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6
Jul	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,7	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9
Ago	117,9	9,1	4,3	13,1	3,8	0,6	1,2	1,0	0,7	0,3	0,3	9,4	7,2
Sep	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,1	1,4	0,3	2,9	0,9	9,9	10,4
Oct	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,6	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1
Nov <sup>3)</sup>	120,9	10,0	5,0	.	4,2	0,2	1,4	-0,3	0,3	-1,9	0,4	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 IV TR	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2022 I TR	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
II TR	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7
III TR	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1
2022 Jun	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7
Jul	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8
Ago	10,6	10,5	11,0	14,5	5,1	38,6	2,6	1,8	3,5	-0,2	7,2	1,9
Sep	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5
Oct	13,1	12,4	15,5	16,3	6,1	41,5	2,9	2,0	5,9	-0,7	7,3	2,7
Nov <sup>3)</sup>	13,6	13,6	13,8	.	6,1	34,9	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del Boletín Económico 3/2016 del BCE (<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1603.pdf#page=20>).

3) Estimación de avance.

## 3 Precios y costes

### 3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,6	8,1	0,8
2021 IV TR	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,7	9,5	3,3
2022 I TR	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	10,1	9,8	3,3
II TR	149,3	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	12,1	9,3	0,0
III TR	163,2	41,1	17,7	14,7	20,1	7,8	14,0	.	8,6	107,9	.	.	.
2022 May	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,6	93,9	-	-	-
Jun	150,9	36,1	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,4	-	-	-
Jul	157,0	38,1	18,7	15,1	21,5	7,9	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
Ago	164,9	43,4	17,5	14,6	20,0	7,8	14,0	.	8,6	117,3	-	-	-
Sep	167,6	41,9	16,9	14,5	18,9	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
Oct	162,8	30,8	16,1	14,0	17,4	7,5	15,3	.	9,3	65,8	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, cálculos del BCE basados en datos de MSCI y fuentes nacionales (col. 13).

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

### 3.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,2	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,3	1,5	3,6	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 IV TR	110,9	3,0	4,5	3,9	2,4	6,1	10,2	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 I TR	112,2	3,5	5,5	4,8	2,5	7,4	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
II TR	113,4	4,2	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,7	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
III TR	114,6	4,3	7,1	7,3	4,2	7,4	13,3	19,4	98,3	14,8	30,9	1,5	15,5	28,7	2,3
2022 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,2	37,6	1,6	18,4	34,7	2,8
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	11,8	30,8	-3,1	14,7	31,5	-1,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,6	31,7	3,7	16,0	28,3	3,2
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,7	25,3	-1,7	12,7	27,3	-1,9
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bloomberg (col. 9).

1) Los deflatores de las exportaciones y de las importaciones se refieren a los bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2009-2011; ponderados por el uso: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2009-2011.

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,4	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,4	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 IV TR	46,3	41,9	19,6	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 I TR	50,8	49,1	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
II TR	55,1	56,2	28,5	48,9	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
III TR	45,9	54,2	27,4	40,7	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
2022 Jun	50,3	56,4	27,8	45,5	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
Jul	45,3	54,9	27,1	41,6	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
Ago	43,7	53,1	26,5	38,5	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
Sep	48,6	54,6	28,5	41,9	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
Oct	44,8	56,4	30,4	44,8	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
Nov	40,4	51,9	30,1	43,0	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y Markit.

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2016 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,4	2,5	2,7	2,1	2,5	2,5	2,2
2020	110,5	2,9	3,5	1,1	2,6	3,7	1,8
2021	111,8	1,2	1,3	0,9	1,1	1,5	1,5
2021 IV TR	119,3	2,5	2,2	3,5	2,6	2,2	1,6
2022 I TR	108,7	4,2	3,7	5,6	4,6	3,2	3,0
II TR	119,2	4,0	4,1	3,8	3,9	4,3	2,5
III TR	.	.	.	.	.	.	2,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

## 3 Precios y costes

### 3.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turerá, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2019	105,5	1,9	-0,5	2,1	4,0	0,6	0,9	1,5	3,5	2,4	2,7	2,4
2020	110,3	4,6	-1,3	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,0	3,4	-2,9	2,4	-1,4	2,2	0,7	4,4	1,2	0,6	1,4
2021 IV TR	111,4	1,2	2,8	2,1	4,5	-1,0	1,6	2,8	3,7	1,8	1,2	-6,9
2022 I TR	112,6	2,0	2,4	4,0	3,0	-0,8	2,7	3,2	4,8	2,6	2,4	-4,7
II TR	112,9	3,0	4,6	3,4	5,6	1,6	1,9	4,3	5,8	3,8	3,5	-6,1
III TR	114,1	3,3	2,9	1,7	6,0	1,8	4,0	4,4	7,9	3,9	4,0	-0,5
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2019	107,5	2,2	2,8	1,3	1,9	1,5	3,3	2,5	2,8	3,0	2,4	3,6
2020	107,2	-0,3	1,4	-2,0	-0,9	-3,9	0,4	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,4
2021	111,4	3,9	3,6	4,2	4,5	5,8	4,3	2,9	5,1	4,3	1,9	4,0
2021 IV TR	113,2	3,5	3,0	2,9	2,2	7,1	3,6	4,2	5,0	3,8	1,6	4,5
2022 I TR	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,8	3,2	3,8	5,6	4,6	2,7	8,5
II TR	115,4	4,6	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,6	5,7	5,6	2,8	6,8
III TR	116,7	3,9	3,3	2,7	3,2	4,7	3,2	4,5	5,2	4,8	3,4	5,0
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2019	101,9	0,2	3,3	-0,8	-2,0	0,8	2,3	0,9	-0,6	0,6	-0,2	1,1
2020	97,2	-4,6	2,7	-4,5	-6,2	-10,6	0,1	0,5	-0,8	-3,5	-3,7	-15,1
2021	100,9	3,8	0,2	7,3	2,0	7,3	2,0	2,2	0,7	3,1	1,3	2,6
2021 IV TR	101,7	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,4	12,3
2022 I TR	101,7	2,4	0,9	0,3	1,1	8,7	0,4	0,6	0,8	1,9	0,3	13,8
II TR	102,2	1,6	-1,0	0,7	-1,6	6,2	0,9	0,3	-0,1	1,8	-0,6	13,8
III TR	102,2	0,5	0,4	0,9	-2,7	2,9	-0,9	0,0	-2,5	0,9	-0,6	5,6
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2019	107,7	2,6	3,0	1,9	2,0	2,1	3,5	1,4	2,6	3,3	2,7	4,8
2020	114,1	5,9	3,7	3,4	5,4	7,2	3,2	2,1	5,5	6,3	5,2	6,4
2021	114,4	0,3	1,1	-0,3	-0,3	0,2	1,9	1,0	0,9	0,5	0,6	0,2
2021 IV TR	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,6	2,2	2,6	0,0
2022 I TR	116,5	1,2	3,2	3,5	3,3	-2,5	3,1	4,2	3,1	2,0	3,3	0,1
II TR	116,8	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	4,0	6,2	4,7	4,7	4,6	2,7
III TR	118,5	2,9	3,2	1,6	2,9	2,5	2,7	4,1	4,0	3,3	3,6	3,6
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2019	102,6	0,7	4,3	-0,1	-1,9	1,3	2,6	0,1	-0,7	0,9	0,0	1,9
2020	104,8	2,1	3,5	1,2	0,8	0,8	3,7	2,9	5,5	2,9	-0,6	-6,5
2021	104,5	-0,2	-0,6	2,4	-3,3	1,1	-0,5	0,1	-4,5	-1,2	-0,2	-2,0
2021 IV TR	104,9	0,0	0,7	-0,2	-2,7	0,7	1,8	1,6	-1,0	0,1	1,3	5,7
2022 I TR	104,2	-1,0	1,6	-0,7	0,0	-1,7	0,3	1,0	-3,5	-0,3	0,8	3,2
II TR	104,4	0,5	0,3	1,1	-0,9	1,0	1,7	2,0	-2,1	1,1	1,1	8,3
III TR	104,8	-0,2	0,2	0,0	-2,4	1,3	-1,6	-0,1	-4,4	-0,2	-0,3	3,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2019	-0,48	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 May	-0,58	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
Jun	-0,58	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03
Jul	-0,51	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
Ago	-0,08	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01
Sep	0,36	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02
Oct	0,66	0,92	1,43	2,00	2,63	4,14	-0,03
Nov	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	4,65	-0,04

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

Los datos sobre períodos anteriores se refieren al *pre-€STR*, que se publicó únicamente a efectos informativos y no para que se utilizase como índice o tipo de interés de referencia en las operaciones de mercado.

### 4.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> instantáneos				
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>				
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24	
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24	
2022 May	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47	
Jun	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95	
Jul	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44	
Ago	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84	
Sep	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32	
Oct	1,08	1,93	1,92	1,98	2,24	0,31	-0,63	0,51	2,16	1,77	2,32	2,54	
Nov	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01	

Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por Euro MTS Ltd y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

### 4.3 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 May	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8
Jun	399,6	3.587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3.898,9	26.958,4
Jul	390,4	3.523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3.911,7	26.986,7
Ago	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7
Sep	382,4	3.466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3.850,5	27.419,0
Oct	378,5	3.464,6	875,2	233,5	158,0	108,5	149,5	666,2	656,6	315,8	258,3	738,9	3.726,1	26.983,2
Nov	414,2	3.840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3.917,5	27.903,3

Fuente: Refinitiv.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>				
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año		Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años		De 5 a 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Nov	0,01	0,34	0,20	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dic	0,01	0,33	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Ene	0,01	0,33	0,20	0,56	4,76	15,82	5,57	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Feb	0,01	0,45	0,18	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
Mar	0,01	0,46	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
Abr	0,01	0,46	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,39	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
May	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
Jun	0,00	0,45	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Jul	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,74	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
Ago	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,67	5,91	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sep	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Oct <sup>(p)</sup>	0,03	0,73	0,90	1,60	5,59	15,80	6,88	6,21	6,87	3,56	2,67	2,81	3,05	2,40	2,89	2,66

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Tasa anual equivalente (TAE).

### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Nov	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dic	-0,05	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,35
2022 Ene	-0,05	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Feb	-0,05	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,07	1,46	1,42
Mar	-0,06	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
Abr	-0,05	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,45	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
May	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
Jun	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Jul	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
Ago	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,31	1,55	1,88	2,22	1,87
Sep	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Oct <sup>(p)</sup>	0,09	0,92	1,91	2,54	2,98	3,52	3,62	2,75	3,02	2,74	2,45	2,75	2,81	2,72

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y plazo

(mm de euros, operaciones durante el mes y saldos vivos a fin de período; valores de mercado)

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Corto plazo</b>														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.500,3	429,8	141,1	53,0	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.431,7	428,7	153,9	62,2	87,7	761,5	671,7	387,7	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6
2022 Jun	1.381,3	413,8	158,4	57,8	104,8	704,4	620,8	448,5	150,7	119,0	52,6	48,6	130,2	86,3
Jul	1.349,3	422,8	161,5	61,6	104,2	660,8	600,3	510,2	199,6	121,6	56,8	55,4	133,7	87,5
Ago	1.344,2	420,9	158,7	60,2	105,7	658,9	597,7	470,6	188,1	113,6	49,5	45,3	123,6	92,0
Sep	1.360,8	448,6	140,9	48,4	102,3	668,9	602,4	557,0	218,3	133,1	56,7	65,5	140,0	104,1
Oct	1.360,9	463,6	139,9	50,3	100,3	657,0	596,8	566,7	250,5	134,0	57,9	57,5	124,7	98,0
Nov	1.376,2	482,6	130,6	44,6	93,3	669,7	621,7	585,4	263,9	137,0	59,8	45,5	139,0	119,8
<b>Largo plazo</b>														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19.499,1	4.105,6	3.309,4	1.324,9	1.546,3	10.537,6	9.752,1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.067,5	4.190,2	3.562,6	1.329,7	1.590,5	10.724,3	9.903,3	317,0	66,2	82,9	32,0	24,1	143,8	130,4
2022 Jun	18.697,8	4.058,0	3.461,9	1.332,1	1.397,7	9.780,1	9.023,1	298,7	80,5	65,3	22,7	12,2	140,8	132,4
Jul	19.235,2	4.146,5	3.545,9	1.342,8	1.453,7	10.089,1	9.309,0	236,5	51,7	61,0	31,8	8,7	115,1	110,3
Ago	18.652,4	4.044,0	3.492,0	1.335,4	1.411,5	9.704,9	8.952,2	190,1	53,4	43,3	10,5	8,5	85,0	79,0
Sep	18.113,4	3.975,3	3.431,4	1.307,0	1.362,4	9.344,4	8.613,7	319,6	94,5	74,8	28,3	19,3	131,0	120,9
Oct	18.243,1	4.011,9	3.472,7	1.300,7	1.362,7	9.395,7	8.669,8	333,8	78,4	73,5	24,3	12,6	169,4	161,3
Nov	18.612,8	4.077,2	3.521,5	1.311,5	1.409,9	9.604,2	8.866,1	322,4	78,5	75,9	34,2	32,3	135,7	122,1

Fuente: BCE.

1) Para facilitar la comparación, los datos anuales son medias de los correspondientes datos mensuales.

### 4.7 Tasas de crecimiento interanual y saldos vivos de valores representativos de deuda y acciones cotizadas

(mm de euro y tasas de variación; valores de mercado)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Saldo vivo</b>											
2019	.	.	.	.	.	.	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1	
2020	20.999,4	4.535,4	3.450,6	1.377,9	1.642,7	11.370,7	10.471,6	8.500,9	468,9	1.347,1	6.683,9
2021	21.499,3	4.618,9	3.716,4	1.391,9	1.678,1	11.485,8	10.575,0	10.348,0	609,3	1.579,8	8.158,0
2022 Jun	20.079,2	4.471,8	3.620,3	1.389,9	1.502,5	10.484,5	9.643,8	8.287,0	474,0	1.272,8	6.539,2
Jul	20.584,5	4.569,3	3.707,4	1.404,4	1.557,9	10.749,9	9.909,2	8.902,1	482,1	1.355,5	7.063,6
Ago	19.996,6	4.464,9	3.650,7	1.395,6	1.517,2	10.363,8	9.549,8	8.483,2	475,5	1.311,1	6.695,6
Sep	19.474,2	4.423,9	3.572,3	1.355,4	1.464,7	10.013,3	9.216,1	7.916,4	460,6	1.231,3	6.223,9
Oct	19.604,0	4.475,5	3.612,7	1.351,0	1.463,0	10.052,8	9.266,6	8.469,5	506,9	1.292,0	6.669,9
Nov	19.989,1	4.559,8	3.652,1	1.356,2	1.503,2	10.273,9	9.487,8	9.054,0	540,0	1.401,5	7.111,8
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Jun	4,0	2,6	7,7	4,7	4,0	3,4	3,7	1,0	-0,2	3,3	0,7
Jul	3,4	2,4	6,9	5,3	3,0	2,8	3,3	0,9	-0,4	3,3	0,5
Ago	3,5	2,4	7,0	4,4	3,4	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,6	0,5
Sep	3,2	3,4	5,6	2,4	2,5	2,4	2,9	0,9	-0,9	2,3	0,7
Oct	3,3	4,5	3,7	0,8	1,6	2,9	3,4	0,9	-1,1	2,3	0,7
Nov	3,7	5,3	4,4	0,9	1,2	3,1	3,7	0,7	-1,3	1,8	0,6

Fuente: BCE.

1) Para información más detallada sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas del Boletín Estadístico.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-42	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98,1	93,1	92,3	88,8	76,9	87,1	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	93,4	89,4	75,9	87,8	119,4	93,8
2021	99,6	93,4	93,3	88,7	71,2	86,0	120,8	94,2
2021 IV TR	97,7	91,7	91,8	86,6	69,7	84,0	119,1	92,7
2022 I TR	96,4	91,4	92,6	84,8	69,0	82,5	118,6	92,5
II TR	95,6	90,3	93,2	83,4	67,1	80,9	116,4	90,1
III TR	94,0	89,2	92,1	.	.	.	114,4	88,9
2022 Jun	95,9	90,5	93,6	-	-	-	116,5	90,1
Jul	94,1	89,1	92,0	-	-	-	114,6	88,8
Ago	93,6	88,7	91,7	-	-	-	114,1	88,6
Sep	94,2	89,7	92,6	-	-	-	114,5	89,2
Oct	94,8	91,0	93,3	-	-	-	115,4	90,5
Nov	95,9	92,4	94,4	-	-	-	117,1	92,2
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2022 Nov	1,2	1,6	1,1	-	-	-	1,5	1,9
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2022 Nov	-1,7	0,8	3,0	-	-	-	-1,4	-0,4

Fuente: BCE.

1) Para una definición del grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales del *Boletín Estadístico*.

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 IV TR	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 I TR	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
II TR	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
III TR	6,898	7,518	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
2022 Jun	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
Jul	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
Ago	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
Sep	6,951	7,522	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
Oct	7,069	7,530	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
Nov	7,317	7,543	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2022 Nov	3,5	0,2	-0,6	0,0	-2,8	0,3	-2,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,5	3,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2022 Nov	0,3	0,3	-4,0	0,0	11,6	11,5	1,1	2,5	-0,7	8,3	-6,5	-10,6

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.10 Balanza de pagos de la zona del euro; cuenta financiera

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos vivos a fin de período; transacciones durante el período)

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2021 III TR	31.263,5	31.402,4	-138,9	11.750,6	9.540,7	12.244,2	14.342,7	-95,7	6.362,0	7.519,0	1.002,4	15.727,6
IV TR	32.242,9	32.211,0	31,9	11.943,4	9.754,8	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.476,6	7.771,9	1.057,0	15.928,9
2022 I TR	32.216,0	32.024,2	191,8	11.986,7	9.892,1	12.340,0	13.991,7	-55,4	6.841,9	8.140,4	1.102,8	16.353,9
II TR	31.940,2	31.588,2	352,1	12.315,2	10.161,0	11.505,1	13.056,4	-16,6	7.014,5	8.370,8	1.122,1	16.462,2
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2022 II TR	248,6	245,9	2,7	95,8	79,1	89,5	101,6	-0,1	54,6	65,1	8,7	128,1
<b>Transacciones</b>												
2021 IV TR	222,3	192,6	29,7	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	185,8	2,9	-
2022 I TR	367,5	372,8	-5,3	55,2	32,8	-16,1	34,9	-2,1	331,3	305,1	-0,9	-
II TR	-29,3	-48,3	18,9	59,0	-42,2	-114,7	-96,8	23,9	0,1	90,8	2,3	-
III TR	-53,2	-65,1	11,9	98,9	16,1	-191,8	-32,9	32,2	0,1	-48,3	7,4	-
2022 Abr	-17,6	32,4	-50,0	11,4	16,8	-31,4	-58,3	32,9	-29,9	74,0	-0,6	-
May	67,0	20,7	46,3	86,3	-15,2	-55,0	-76,4	1,1	33,4	112,2	1,2	-
Jun	-78,7	-101,3	22,6	-38,7	-43,9	-28,3	37,9	-10,0	-3,4	-95,4	1,7	-
Jul	49,9	27,8	22,1	13,0	19,6	-22,5	-62,4	-1,1	59,0	70,6	1,6	-
Ago	118,6	106,5	12,2	60,2	43,5	-33,4	51,0	10,7	78,9	11,9	2,2	-
Sep	-221,7	-199,3	-22,4	25,7	-47,0	-135,8	-21,5	22,6	-137,8	-130,8	3,6	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2022 Sep	507,3	452,1	55,2	205,7	-59,9	-166,6	-21,5	94,2	362,2	533,5	11,7	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2022 Sep	3,9	3,5	0,4	1,6	-0,5	-1,3	-0,2	0,7	2,8	4,1	0,1	-

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos están incluidos en los activos totales.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Saldos vivos												
2019	1.224,4	7.718,3	8.942,7	1.067,9	2.363,9	3.431,8	12.374,4	79,5	521,9	2,6	604,0	12.978,4
2020	1.363,7	8.876,5	10.240,2	1.033,2	2.449,4	3.482,6	13.722,8	101,8	627,0	4,4	733,2	14.455,9
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	925,7	2.506,4	3.432,1	14.685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15.473,1
2021 IV TR	1.469,7	9.784,0	11.253,8	925,7	2.506,4	3.432,1	14.685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15.473,1
2022 I TR	1.520,4	9.925,8	11.446,3	936,6	2.519,3	3.456,0	14.902,2	123,2	591,2	44,7	759,1	15.661,3
II TR	1.528,0	10.054,8	11.582,8	973,9	2.529,6	3.503,6	15.086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15.876,0
III TR	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.180,8	2.551,8	3.732,6	15.448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16.216,1
2022 May	1.525,1	10.013,0	11.538,1	940,2	2.525,5	3.465,7	15.003,8	124,1	599,0	56,8	779,8	15.783,6
Jun	1.528,0	10.054,8	11.582,8	973,9	2.529,6	3.503,6	15.086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15.876,0
Jul	1.531,7	10.105,3	11.637,0	1.006,1	2.537,7	3.543,8	15.180,9	125,2	593,7	30,7	749,6	15.930,4
Ago	1.536,4	10.186,1	11.722,5	1.032,7	2.546,8	3.579,5	15.302,0	123,7	595,5	38,4	757,7	16.059,7
Sep	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.180,8	2.551,8	3.732,6	15.448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16.216,1
Oct <sup>(p)</sup>	1.541,2	10.023,6	11.564,7	1.254,9	2.555,4	3.810,3	15.375,1	124,9	619,7	21,1	765,8	16.140,9
Operaciones												
2019	58,2	604,4	662,6	-61,8	62,2	0,4	663,0	4,3	-5,1	-58,0	-58,9	604,1
2020	139,2	1.244,1	1.383,4	-28,7	86,3	57,6	1.440,9	19,6	111,0	1,3	131,9	1.572,9
2021	107,4	898,5	1.005,9	-118,4	66,7	-51,8	954,1	12,1	21,2	14,5	47,8	1.001,8
2021 IV TR	25,4	171,8	197,2	10,1	13,6	23,7	220,9	-4,5	41,5	-8,2	28,8	249,7
2022 I TR	50,7	134,1	184,8	14,1	10,5	24,6	209,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	181,1
II TR	7,6	109,8	117,4	31,6	10,6	42,2	159,5	-8,6	18,0	17,0	26,4	185,9
III TR	10,1	111,7	121,8	164,5	21,9	186,4	308,2	2,6	-11,0	39,3	30,9	339,1
2022 May	4,8	48,3	53,1	-10,9	5,0	-5,9	47,2	7,2	0,8	-2,5	5,5	52,6
Jun	2,9	33,3	36,2	31,1	4,1	35,1	71,3	-8,8	10,2	6,3	7,7	79,0
Jul	3,7	39,5	43,3	28,6	8,0	36,6	79,9	8,3	-15,4	14,4	7,3	87,1
Ago	4,7	87,4	92,1	24,9	9,0	33,9	126,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	137,0
Sep	1,7	-15,2	-13,5	110,9	4,9	115,9	102,4	-3,8	2,5	13,9	12,7	115,0
Oct <sup>(p)</sup>	3,2	-148,6	-145,5	76,4	3,3	79,7	-65,8	4,9	21,7	-27,5	-0,9	-66,7
Tasas de crecimiento												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,5	2,7	0,0	5,7	5,6	-1,0	-	-8,9	4,9
2020	11,4	16,2	15,5	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9
2021 IV TR	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9
2022 I TR	9,4	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	71,0	0,6	6,3
II TR	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
III TR	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3
2022 May	8,4	7,9	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,3	28,7	1,5	5,8
Jun	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
Jul	7,4	6,7	6,8	6,3	2,1	3,3	5,9	3,8	-5,1	101,1	1,6	5,7
Ago	7,1	6,8	6,8	10,8	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,7	3,4	6,1
Sep	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3
Oct <sup>(p)</sup>	6,0	3,4	3,8	30,0	2,3	9,9	5,2	-8,0	-0,7	77,5	3,2	5,1

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2019	2.480,7	2.068,0	255,5	150,5	6,6	7.044,9	4.399,9	491,7	2.152,4	0,9	1.023,4	216,1	464,4
2020	2.968,8	2.517,0	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.094,3	235,3	497,3
2021	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.235,0	227,8	546,3
2021 IV TR	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.235,0	227,8	546,3
2022 I TR	3.268,6	2.839,5	289,1	129,7	10,3	8.187,2	5.478,3	358,0	2.349,8	1,0	1.263,9	231,7	553,5
II TR	3.303,4	2.857,6	304,4	130,6	10,8	8.252,4	5.538,1	354,0	2.359,6	0,7	1.316,9	231,3	570,3
III TR	3.382,7	2.852,2	388,4	133,3	8,8	8.371,0	5.620,1	369,9	2.380,0	1,0	1.481,0	243,9	551,9
2022 May	3.280,4	2.852,9	287,0	130,2	10,3	8.235,1	5.523,6	354,6	2.356,2	0,8	1.288,2	231,7	567,4
Jun	3.303,4	2.857,6	304,4	130,6	10,8	8.252,4	5.538,1	354,0	2.359,6	0,7	1.316,9	231,3	570,3
Jul	3.331,4	2.869,3	321,8	130,4	9,8	8.294,2	5.571,1	354,1	2.368,3	0,8	1.339,8	241,0	567,9
Ago	3.387,3	2.899,2	347,4	132,5	8,2	8.330,3	5.596,6	357,0	2.375,8	0,8	1.367,6	237,5	566,5
Sep	3.382,7	2.852,2	388,4	133,3	8,8	8.371,0	5.620,1	369,9	2.380,0	1,0	1.481,0	243,9	551,9
Oct <sup>6)</sup>	3.408,2	2.821,2	446,1	131,6	9,3	8.385,0	5.613,7	385,4	2.384,8	1,1	1.354,4	254,1	557,2
<b>Operaciones</b>													
2019	148,4	166,0	-19,0	1,8	-0,4	396,2	361,4	-26,3	61,6	-0,5	26,5	9,2	28,7
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	143,1	20,6	33,1
2021	252,0	277,0	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	145,2	-9,5	46,6
2021 IV TR	69,0	68,7	5,0	-2,0	-2,7	68,0	67,6	-16,2	16,4	0,1	25,7	1,2	27,2
2022 I TR	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	28,4	4,1	7,5
II TR	22,4	8,9	12,5	0,8	0,2	62,9	57,9	-4,8	10,1	-0,3	42,1	-0,6	16,5
III TR	69,0	-11,8	80,5	2,7	-2,3	113,1	77,4	15,1	20,4	0,3	125,7	11,4	-18,5
2022 May	1,4	11,2	-11,3	0,7	0,7	29,3	26,1	-2,2	5,5	-0,2	9,4	4,6	5,1
Jun	17,6	0,9	15,9	0,3	0,4	15,8	13,4	-0,9	3,4	-0,1	23,5	-0,1	2,8
Jul	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,8	-0,2	8,6	0,1	16,1	8,8	-2,4
Ago	54,1	29,0	24,8	2,1	-1,7	35,3	24,9	2,8	7,5	0,1	34,9	-3,5	-1,4
Sep	-8,6	-49,7	39,8	0,8	0,5	39,4	22,6	12,5	4,2	0,1	74,7	6,1	-14,7
Oct <sup>6)</sup>	28,8	-29,1	58,9	-1,6	0,6	14,9	-5,3	15,8	4,4	0,1	-123,5	10,4	5,4
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2019	6,4	8,7	-6,9	1,2	-5,9	6,0	9,0	-5,1	2,9	-35,6	2,7	4,5	6,6
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	14,4	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2021 IV TR	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2022 I TR	6,9	8,7	-5,0	-4,2	39,8	4,6	7,1	-14,3	2,6	26,1	13,5	5,7	12,6
II TR	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
III TR	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
2022 May	6,5	8,1	-4,4	-2,6	40,4	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,1	11,1	0,1	15,1
Jun	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
Jul	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,9	5,7	13,3
Ago	7,2	6,3	19,4	1,3	-18,5	4,2	5,8	-8,9	2,7	6,7	14,8	3,9	12,3
Sep	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
Oct <sup>6)</sup>	6,0	1,4	50,8	1,8	2,6	4,1	5,0	1,3	2,5	7,6	7,0	8,0	7,4

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Corresponde al sector de AAPP, excluida la Administración Central.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2019	4.649,0	988,6	3.648,7	13.851,6	11.442,4	11.830,2	4.473,1	5.930,8	888,6	149,8	1.560,1	849,2
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.324,9	11.912,9	12.291,7	4.706,6	6.132,9	906,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,5	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2021 IV TR	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,5	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2022 I TR	6.550,9	1.001,6	5.546,6	15.018,2	12.561,3	12.699,2	4.915,7	6.472,2	1.020,1	153,3	1.587,9	869,0
II TR	6.502,9	1.000,6	5.478,2	15.180,6	12.788,4	12.926,3	5.020,4	6.552,7	1.051,7	163,6	1.561,3	830,9
III TR	6.359,9	1.002,3	5.333,3	15.417,5	13.047,0	13.181,9	5.165,8	6.612,6	1.107,5	161,2	1.545,9	824,6
2022 May	6.502,3	999,1	5.478,3	15.114,0	12.707,7	12.843,9	4.983,3	6.521,5	1.040,4	162,5	1.555,3	851,0
Jun	6.502,9	1.000,6	5.478,2	15.180,6	12.788,4	12.926,3	5.020,4	6.552,7	1.051,7	163,6	1.561,3	830,9
Jul	6.537,0	998,0	5.514,8	15.253,6	12.857,7	12.992,0	5.068,8	6.576,3	1.052,6	160,0	1.564,5	831,4
Ago	6.426,8	998,3	5.404,3	15.320,4	12.941,5	13.073,2	5.132,8	6.595,7	1.060,0	153,0	1.548,9	830,0
Sep	6.359,9	1.002,3	5.333,3	15.417,5	13.047,0	13.181,9	5.165,8	6.612,6	1.107,5	161,2	1.545,9	824,6
Oct <sup>(p)</sup>	6.378,5	996,2	5.358,0	15.405,7	13.035,0	13.168,3	5.187,4	6.622,3	1.065,6	159,6	1.537,2	833,5
Operaciones												
2019	-88,6	-23,3	-65,6	446,9	373,8	420,6	114,5	200,2	39,4	19,7	29,9	43,2
2020	1.039,9	13,5	1.026,3	734,0	535,3	556,1	287,6	209,3	21,2	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	559,9	472,0	505,4	176,0	261,8	44,3	-10,2	78,8	9,2
2021 IV TR	185,3	-0,3	185,4	206,9	157,2	207,5	93,5	61,5	-11,9	14,1	57,7	-7,9
2022 I TR	100,4	4,3	96,1	197,4	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
II TR	68,7	-0,9	69,6	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
III TR	-36,4	1,9	-38,5	220,8	230,5	234,3	139,3	58,5	36,1	-3,2	-9,3	-0,5
2022 May	21,6	-3,0	24,6	59,8	88,1	76,8	36,3	30,9	18,2	2,8	-38,9	10,6
Jun	32,4	1,5	31,5	81,2	78,1	87,3	36,5	33,1	7,6	0,9	14,0	-10,9
Jul	-15,4	-2,7	-12,7	54,0	60,7	60,3	45,2	21,3	-1,5	-4,3	-5,0	-1,8
Ago	-26,9	0,8	-27,7	85,0	92,3	92,0	63,8	19,4	16,1	-7,0	-8,4	1,1
Sep	6,0	3,9	1,9	81,8	77,5	82,0	30,2	17,8	21,4	8,1	4,2	0,1
Oct <sup>(p)</sup>	11,0	-6,0	17,0	-2,6	-5,1	-3,3	25,0	11,1	-39,7	-1,5	-5,4	7,9
Tasas de crecimiento												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,3	3,4	3,7	2,6	3,5	4,6	15,9	2,0	5,5
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,4	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2021 IV TR	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2022 I TR	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,6	-1,2	6,6	-1,7
II TR	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
III TR	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
2022 May	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,3	5,7	5,1	4,5	11,9	2,3	4,8	-1,2
Jun	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
Jul	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,3	4,9	4,3	-2,7
Ago	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,8	-0,7	3,7	-3,0
Sep	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
Oct <sup>(p)</sup>	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,2	10,7	3,2	1,2	-1,8

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

3) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

4) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				2	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2019	4.473,1	4.575,8	962,7	877,1	2.633,4	5.930,8	6.223,0	720,0	4.523,9	686,9
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0
2021 IV TR	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0
2022 I TR	4.915,7	4.890,2	909,5	1.003,0	3.003,2	6.472,2	6.672,1	701,5	5.063,2	707,4
II TR	5.020,4	4.995,6	949,9	1.028,3	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
III TR	5.165,8	5.136,6	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
2022 May	4.983,3	4.952,0	936,3	1.017,2	3.029,8	6.521,5	6.723,0	706,0	5.108,5	707,0
Jun	5.020,4	4.995,6	949,9	1.028,3	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
Jul	5.068,8	5.041,3	962,2	1.042,0	3.064,6	6.576,3	6.763,4	711,3	5.159,5	705,4
Ago	5.132,8	5.098,4	987,7	1.063,0	3.082,0	6.595,7	6.784,7	711,5	5.178,7	705,5
Sep	5.165,8	5.136,6	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
Oct <sup>6)</sup>	5.187,4	5.153,5	1.006,5	1.077,4	3.103,6	6.622,3	6.812,9	715,3	5.201,7	705,3
Operaciones										
2019	114,5	142,2	-11,7	44,7	81,6	200,2	216,8	40,9	168,5	-9,1
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	176,0	208,2	-1,5	2,7	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,8
2021 IV TR	93,5	124,4	48,1	36,7	8,7	61,5	73,5	6,4	56,2	-1,2
2022 I TR	46,3	53,5	20,6	-3,2	28,9	71,8	80,5	5,1	65,0	1,7
II TR	100,9	106,6	40,5	22,6	37,7	84,7	74,6	7,5	75,7	1,5
III TR	139,3	139,7	55,4	39,6	44,3	58,5	58,5	4,0	55,3	-0,8
2022 May	36,3	30,4	14,5	5,3	16,5	30,9	26,7	3,1	27,1	0,6
Jun	36,5	48,1	13,3	10,1	13,1	33,1	22,2	2,1	30,1	0,8
Jul	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,3	19,6	2,3	20,7	-1,7
Ago	63,8	58,8	26,6	21,6	15,5	19,4	21,4	-0,2	19,4	0,3
Sep	30,2	36,6	17,7	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
Oct <sup>6)</sup>	25,0	24,0	-0,5	10,5	15,0	11,1	12,9	2,4	8,0	0,7
Tasas de crecimiento										
2019	2,6	3,2	-1,2	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 IV TR	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 I TR	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
II TR	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
III TR	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
2022 May	5,1	6,0	7,4	4,6	4,6	4,5	4,7	3,3	5,3	-0,1
Jun	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Jul	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,5	5,3	-0,3
Ago	7,8	8,7	18,8	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,3	0,0
Sep	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
Oct <sup>6)</sup>	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,2	4,2	3,3	4,8	0,3

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Ajustados de titulaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2019	358,5	7.050,7	1.943,5	50,2	2.154,1	2.902,8	1.477,9	409,1	178,9	187,2
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	461,8	130,1	139,2
2021	762,6	6.883,4	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,6	1.372,5	401,3	118,8	136,8
2021 IV TR	762,6	6.883,4	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,6	1.372,5	401,3	118,8	136,8
2022 I TR	740,2	6.882,4	1.848,2	35,9	1.988,7	3.009,7	1.361,1	353,8	153,0	164,4
II TR	757,5	6.801,3	1.843,8	31,6	2.008,5	2.917,3	1.313,5	437,7	159,3	157,3
III TR	642,5	6.782,4	1.801,9	31,3	2.096,4	2.852,9	1.319,1	544,4	142,9	145,8
2022 May	735,3	6.806,6	1.845,2	32,1	1.990,4	2.938,9	1.242,8	466,4	178,3	170,8
Jun	757,5	6.801,3	1.843,8	31,6	2.008,5	2.917,3	1.313,5	437,7	159,3	157,3
Jul	741,2	6.902,2	1.833,1	31,2	2.059,3	2.978,6	1.345,4	437,9	169,5	159,1
Ago	649,5	6.827,0	1.813,2	31,9	2.080,4	2.901,6	1.362,0	427,0	154,6	145,7
Sep	642,5	6.782,4	1.801,9	31,3	2.096,4	2.852,9	1.319,1	544,4	142,9	145,8
Oct <sup>(p)</sup>	678,2	6.745,5	1.789,6	31,6	2.100,7	2.823,5	1.283,0	497,2	140,4	155,6
Operaciones										
2019	-28,9	105,5	-5,8	-2,9	27,8	86,4	312,2	10,2	-2,7	-2,5
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	122,3	-48,8	-48,0
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-105,1	-11,3	-2,3
2021 IV TR	65,7	4,9	-15,4	-1,5	3,4	18,5	-56,8	-15,1	-20,2	-9,2
2022 I TR	-19,0	-28,0	-19,5	-1,3	-25,0	17,8	-32,7	-131,0	34,0	34,7
II TR	17,2	19,8	-8,1	-4,2	-16,1	48,3	-61,0	4,9	7,6	-7,1
III TR	-115,0	-4,4	-47,0	-0,2	-2,4	45,2	-25,7	61,0	-16,4	-11,5
2022 May	-26,0	-12,8	-0,2	-3,4	-18,6	9,4	-57,0	-10,7	-1,1	-0,9
Jun	22,2	10,5	-3,2	-0,5	0,6	13,6	42,9	-44,8	-19,0	-13,5
Jul	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,3	15,6	-4,2	33,9	10,2	1,8
Ago	-91,7	-8,3	-20,6	0,7	4,6	7,0	30,6	-51,7	-14,9	-13,4
Sep	-7,1	6,6	-13,8	-0,4	-1,7	22,5	-52,1	78,8	-11,7	0,1
Oct <sup>(p)</sup>	35,7	-7,0	-11,6	0,1	16,7	-12,2	7,0	-53,5	-2,5	9,8
Tasas de crecimiento										
2019	-7,4	1,5	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 IV TR	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 I TR	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	20,1	31,9
II TR	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
III TR	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
2022 May	4,9	0,1	-3,1	-21,0	-1,7	3,6	-	-	34,5	36,4
Jun	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Jul	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	27,9	24,8
Ago	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	24,1	18,6
Sep	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
Oct <sup>(p)</sup>	-8,0	-0,4	-5,0	-17,3	-2,1	3,9	-	-	1,0	10,1

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,0	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	-0,1	0,1	-0,1	-3,7
2021 III TR	-6,1	.	.	.	.	-4,7
IV TR	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 I TR	-4,0	.	.	.	.	-2,5
II TR	-2,9	.	.	.	.	-1,4

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

### 6.2 Recursos y empleos

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,5	46,0	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,5
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 III TR	46,7	46,0	12,9	13,0	15,3	0,7	52,8	48,1	10,4	5,9	1,4	24,5	4,7
IV TR	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	5,9	1,5	24,2	4,8
2022 I TR	47,1	46,4	13,3	13,2	15,2	0,7	51,1	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
II TR	47,3	46,6	13,5	13,2	15,1	0,7	50,2	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6

Fuentes: BCE para los datos anuales; Eurostat para los datos trimestrales.

### 6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB; saldos vivos a fin de período)

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 III TR	97,3	3,0	13,9	80,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 I TR	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda							Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación	
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen			Otros
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,4	9,5
2021	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2021 III TR	0,6	4,7	-1,1	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-3,0	5,2
IV TR	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2022 I TR	-4,4	2,5	0,4	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,4	-7,3	4,4
II TR	-3,7	1,4	0,8	1,1	0,9	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,4	-5,8	3,6

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

### 6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP<sup>1)</sup>

(servicio de la deuda en porcentaje del PIB; flujos durante el período de servicio de la deuda; rendimiento nominal medio en porcentaje)

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización	
														1
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	1,8	1,2	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8	
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2021 III TR	14,5	13,2	4,4	1,3	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
IV TR	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022 I TR	14,7	13,4	5,0	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4	
II TR	14,6	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
2022 May	14,5	13,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5	
Jun	14,6	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
Jul	14,3	13,0	4,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5	
Ago	14,5	13,3	4,7	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,1	1,9	1,7	0,3	0,3	
Sep	14,1	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4	
Oct	14,4	13,1	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	0,5	

Fuente: BCE.

1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.

2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2021 III TR	-7,0	-4,3	-3,8	-3,1	-9,7	-7,7	-8,0	-7,9	-4,8
IV TR	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2022 I TR	-5,5	-2,9	-1,8	-0,1	-5,0	-5,4	-5,1	-6,4	-0,1
II TR	-4,3	-1,9	-0,4	0,1	-2,3	-4,5	-4,0	-5,3	1,3
Deuda pública									
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0
2021 III TR	111,9	68,6	19,1	57,4	201,6	121,9	115,4	154,2	106,5
IV TR	109,2	68,6	17,6	55,4	193,3	118,3	112,8	150,3	101,1
2022 I TR	109,0	67,4	17,2	53,2	188,4	117,4	114,6	152,1	102,1
II TR	108,3	67,2	16,7	51,4	182,1	116,1	113,1	150,2	95,2

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 III TR	-5,8	-3,6	-0,2	-7,9	-3,6	-8,2	-3,9	-6,1	-5,4	-4,3
IV TR	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2022 I TR	-5,2	0,0	0,6	-7,8	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,0
II TR	-3,6	1,0	0,6	-6,9	0,1	-1,4	0,2	-3,0	-3,8	-1,4
Deuda pública										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 III TR	42,3	44,6	25,5	56,2	52,8	83,6	129,1	79,5	60,4	73,8
IV TR	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2022 I TR	41,7	39,8	22,6	57,4	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,1
II TR	41,6	39,6	25,4	55,1	50,9	82,7	123,4	73,5	60,3	71,6

Fuente: Eurostat.

© 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. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 14 de diciembre de 2022.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-22-008-ES-N (edición electrónica)