



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8/2023



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	15
3 Precios y costes	23
4 Evolución de los mercados financieros	30
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	36
6 Evolución de las finanzas públicas	46
Recuadros	50
1 Condiciones financieras del mercado de deuda pública de Estados Unidos y reacciones de los mercados internacionales a la política monetaria de la Reserva Federal	50
2 El riesgo geopolítico y los precios del petróleo	56
3 El producto potencial en épocas de perturbaciones de oferta transitorias	61
4 La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios	67
5 Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares	73
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 2 de agosto y el 31 de octubre de 2023	81
7 Ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas	88
8 La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento	95
Artículo	104
1 Liquidación de operaciones mayoristas en dinero de banco central como respuesta al proceso de innovación tecnológica	104
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Aunque la inflación ha caído en los últimos meses, es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo¹. De acuerdo con las proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, se espera que la inflación descienda gradualmente durante 2024 y que se acerque al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % en 2025. En conjunto, los expertos del Eurosistema prevén que la inflación general se sitúe en promedio en el 5,4 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, esto supone una revisión a la baja para 2023 y especialmente para 2024.

La inflación subyacente ha seguido moderándose, pero las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. Los expertos del Eurosistema prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en promedio en el 5 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 2,1 % en 2026.

Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a la economía. El endurecimiento de las condiciones de financiación está frenando la demanda, lo que está ayudando a reducir la inflación. Los expertos del Eurosistema prevén que el crecimiento económico continuará siendo débil a corto plazo. Más adelante, se espera que la economía se recupere gracias al incremento de las rentas reales —ya que los ciudadanos se beneficiarán de la caída de la inflación y del aumento de los salarios— y a la mejora de la demanda exterior. Los expertos del Eurosistema prevén, por tanto, un repunte del crecimiento desde un promedio del 0,6 % en 2023, hasta el 0,8 % en 2024, y el 1,5 % en 2025 y 2026.

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

¹ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de diciembre de 2023.

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

Los tipos de interés oficiales del BCE son el instrumento principal para fijar la orientación de la política monetaria. En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno también decidió avanzar en la normalización del balance del Eurosistema. Durante el primer semestre de 2024, prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

Actividad económica

La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2023, debido fundamentalmente a una reducción de las existencias. Es probable que el endurecimiento de las condiciones de financiación y la atonía de la demanda exterior sigan lastrando la actividad económica a corto plazo. Las perspectivas son especialmente débiles para la construcción y para las manufacturas, que son los dos sectores más afectados por la subida de los tipos de interés. Se prevé que la actividad en los servicios también se moderará en los próximos meses, debido a los efectos de contagio derivados del deterioro de la actividad industrial, a la desaparición gradual de los efectos de la reapertura de la economía y a la propagación del impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas.

El mercado de trabajo sigue respaldando a la economía. La tasa de desempleo se mantuvo en el 6,5 % en octubre y el empleo creció un 0,2 % en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el debilitamiento de la economía está frenando la demanda de trabajadores y las empresas han anunciado menos ofertas de empleo en los últimos meses. Asimismo, aunque hay más personas trabajando, el número total de horas trabajadas disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre.

Según las proyecciones de diciembre de 2023, los indicadores coyunturales disponibles sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en el cuarto trimestre de 2023. Sin embargo, se proyecta que el crecimiento se acelere a partir de principios de 2024, a medida que la renta real disponible aumente —favorecida por la caída de la inflación, el fuerte crecimiento de los salarios y la resiliencia del empleo— y el crecimiento de las exportaciones se acompañe a la mejora de la demanda externa. El impacto del endurecimiento de la política monetaria del BCE y de las condiciones adversas de oferta de crédito sigue transmitiéndose a la economía y afecta a las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Se prevé que estos efectos moderadores desaparezcan más adelante en el horizonte de las

proyecciones, y que esto favorezca al crecimiento. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,6 % en 2023, y que repunte hasta el 0,8 % en 2024 y se estabilice en el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, a raíz de los últimos datos publicados y de la atonía de los indicadores de opinión, y se mantienen sin cambios para 2025.

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

Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación descendió durante octubre y noviembre de 2023 hasta situarse en una tasa interanual del 2,4 % en noviembre. Este descenso fue generalizado. La inflación de los precios de la energía siguió cayendo y la inflación de los precios de los alimentos también bajó, aunque sigue siendo relativamente elevada en general. Es probable que la inflación repunte en diciembre de 2023 a causa de un efecto de base al alza relacionado con el coste de la energía. Los expertos del Eurosistema esperan que en 2024 el descenso de la inflación sea más lento debido a otros efectos de base al alza y a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas para limitar las repercusiones de la perturbación de los precios energéticos.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, bajó casi un punto porcentual durante octubre y noviembre de 2023, hasta situarse en el 3,6 % en noviembre. Esta disminución refleja la mejora de las condiciones de oferta, la desaparición gradual de los efectos de la anterior perturbación energética y el impacto del endurecimiento de la política monetaria en la demanda y en la capacidad de fijación de precios de las empresas. Las tasas de inflación de los bienes y los servicios cayeron hasta situarse en el 2,9 % y el 4 %, respectivamente.

Aunque todos los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron en octubre, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo

plazo se sitúan en torno al 2 %, y algunos indicadores de mercado de la compensación por inflación están descendiendo desde niveles elevados.

Según las proyecciones de diciembre de 2023, el proceso desinflacionista subyacente continuaría, pese al repunte temporal esperado de la inflación. A pesar del ligero enfriamiento del mercado de trabajo, seguirá tensionado y esto, unido a los efectos de compensación por la anterior escalada de los precios, debería mantener en cotas elevadas el crecimiento de los salarios nominales. Sin embargo, se espera que el crecimiento salarial se reduzca durante el horizonte temporal considerado, a medida que vaya desapareciendo el efecto alcista de la compensación por inflación. Los beneficios aumentaron notablemente en 2022, pero se prevé que se reduzcan durante el horizonte de proyección y que amortigüen la transmisión de los costes laborales. En conjunto, sobre la base del supuesto de que las expectativas de inflación a medio plazo permanecerán ancladas en el objetivo de inflación del BCE del 2 %, se espera que la inflación general medida por el IAPC descienda desde el 5,4 % en 2023 hasta una media del 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, la inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja para 2023 y 2024, fundamentalmente debido a la publicación reciente de unas tasas más reducidas de lo esperado y a unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas, mientras que para 2025 no se ha modificado.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El crecimiento podría ser menor si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado. Un debilitamiento de la economía mundial o una mayor desaceleración del comercio internacional también afectarían al crecimiento de la zona del euro. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo son fuentes importantes de riesgo geopolítico, lo que podría debilitar la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro. El crecimiento podría ser mayor si la subida de las rentas reales hace que el gasto aumente más de lo previsto, o si la economía mundial crece a un ritmo más vigoroso de lo esperado.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen una escalada de las tensiones geopolíticas, que podría encarecer los precios de la energía a corto plazo, y fenómenos meteorológicos extremos, que podrían hacer aumentar los precios de los alimentos. La inflación también podría ser mayor de lo esperado si las expectativas de inflación se sitúan por encima del objetivo del Consejo de Gobierno o si los incrementos salariales o de los márgenes de beneficio son mayores de lo previsto. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo proyectado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora inesperadamente, lo que podría deberse en parte al reciente aumento de los riesgos geopolíticos.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se han reducido acusadamente desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 26 de octubre de 2023 y se sitúan por debajo de los tipos contemplados en las proyecciones. El endurecimiento de la política monetaria del Consejo de Gobierno sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los tipos de interés de los préstamos volvieron a incrementarse en octubre hasta el 5,3 % para los préstamos a las empresas y hasta el 3,9 % para los préstamos hipotecarios.

La subida de los tipos de interés, la moderación de la demanda de préstamos y la contracción de la oferta de préstamos han debilitado adicionalmente la dinámica del crédito. Los préstamos a las empresas descendieron a una tasa interanual del 0,3 % en octubre y los préstamos a los hogares también siguieron siendo moderados, con un crecimiento interanual del 0,6 %. En un contexto de mayor debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, el agregado monetario amplio —medido por M3— continuó contrayéndose y en octubre cayó hasta el 1 % en tasa interanual.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de crédito de la zona del euro han mostrado su capacidad de resistencia. Presentan ratios de capital elevadas y su rentabilidad ha aumentado significativamente durante el último año. No obstante, las perspectivas de estabilidad financiera siguen siendo frágiles en el actual entorno de condiciones de financiación restrictivas, debilidad del crecimiento y tensiones geopolíticas. En particular, la situación podría empeorar si los costes de financiación de las entidades se incrementan más de lo esperado y si un mayor número de prestatarios tuvieran dificultades para devolver los préstamos. Al mismo tiempo, el impacto general de este escenario en la economía debería ser contenido si los mercados financieros reaccionan de forma ordenada. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, y las medidas en vigor contribuyen a salvaguardar la capacidad de resistencia del sistema financiero.

Decisiones de política monetaria

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

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

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente durante el primer semestre de 2024 el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del

PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

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

Conclusión

En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para asegurar ese rápido retorno. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción.

El Consejo de Gobierno prevé reducir la cartera del PEPP durante el segundo semestre de 2024 y poner fin a sus reinversiones en el marco de ese programa al final de 2024.

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

1 Entorno exterior

Se estima que la economía mundial ha crecido a un ritmo moderado pero sostenido en 2023, reflejo de la fortaleza del consumo privado y la resiliencia de los mercados de trabajo. Se prevé una ligera reducción del crecimiento global en 2024, debido principalmente al impacto del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento mundial no han variado, en general, en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2023, y se mantiene la previsión de que la economía global se expandirá a una tasa inferior a la media histórica durante el horizonte de proyección. Tras la debilidad mostrada en 2023, se espera que el crecimiento del comercio mundial repunte de nuevo durante el resto del horizonte de proyección y que aumente básicamente en consonancia con la actividad global. En comparación con las proyecciones de septiembre, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado al alza para 2023, como consecuencia, en gran medida, de unos datos mejores de lo esperado en el segundo y tercer trimestre. No obstante, el crecimiento de la demanda externa se ha revisado a la baja para el resto del horizonte de proyección con respecto a las proyecciones de septiembre. Se estima que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro (en moneda nacional) se redujeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2023, dado que los precios de las materias primas siguieron bajando y las presiones latentes internas y externas se relajaron. Las previsiones apuntan a que dichos precios de exportación se recuperarán gradualmente y convergerán hacia su tasa de crecimiento media de largo plazo durante el horizonte de proyección.

En 2023, la economía mundial creció a un ritmo moderado pero sostenido en un contexto de pujanza del consumo privado y de resiliencia de los mercados de trabajo. La actividad económica global estuvo impulsada por las economías emergentes, incluida China, y, entre los países avanzados, por Estados Unidos². En este último, la solidez de la demanda interna y la fortaleza del mercado de trabajo generaron un crecimiento robusto, pese al significativo endurecimiento de la política monetaria. En China, la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia de coronavirus (COVID-19) a principios de año y la recuperación más amplia del consumo privado compensaron la falta de dinamismo del sector inmobiliario residencial. En las grandes economías, los datos más recientes ofrecen señales dispares. Aunque el avance del PIB real se aceleró tanto en China como en Estados Unidos en el tercer trimestre, en el Reino Unido se mantuvo estable y en Japón se contrajo, debido a que la elevada inflación lastró la actividad y el consumo en estos dos países. El PIB real mundial habría registrado una ligera desaceleración en el cuarto trimestre con la desaparición de los factores favorables previos, lo que sería acorde con el último índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad. Tras descender durante seis meses consecutivos, el PMI compuesto se estabilizó, en general, en noviembre, y permanece en terreno

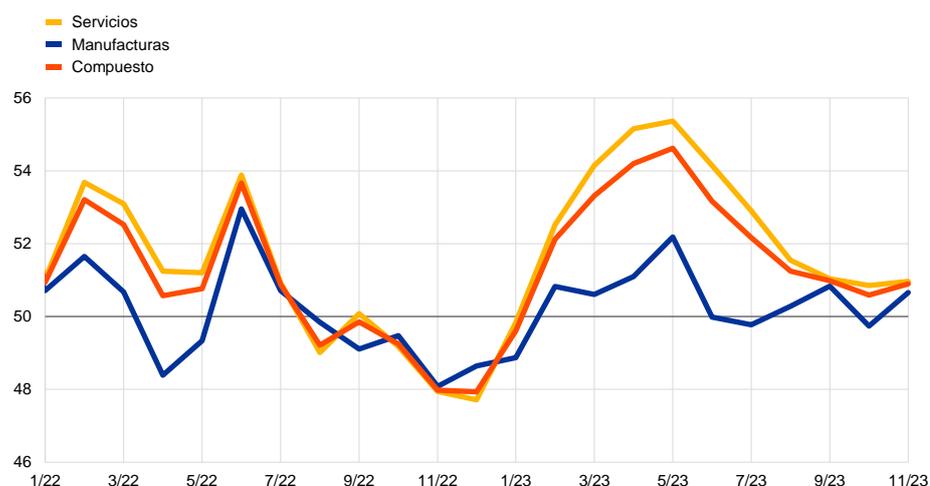
² Dado que esta sección se centra en la evolución del entorno mundial, todas las referencias a indicadores económicos agregados mundiales o globales excluyen la zona del euro.

expansivo. Por sectores, los datos del PMI sugieren que la actividad de las manufacturas continúa falta de dinamismo, y el índice sigue fluctuando en torno al valor neutral. Al mismo tiempo, el dinámico crecimiento observado tras el COVID-19 parece estar disminuyendo en el caso de los servicios, y el PMI de este sector descendió de forma sostenida durante el segundo semestre del año, antes de estabilizarse ligeramente por encima del valor neutral en noviembre (gráfico 1).

Gráfico 1

PMI global de actividad (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

Se prevé que la economía mundial se expanda a una tasa inferior a la media histórica durante el horizonte de proyección. Se espera una ligera desaceleración del crecimiento global en 2024 (3,1 %, frente al 3,3 % en 2023), debido principalmente al efecto retardado del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las perspectivas de crecimiento de estas economías se han ajustado. En Estados Unidos, el avance del PIB real se ha revisado al alza, y la reciente resiliencia de la economía sugiere un aterrizaje y un proceso desinflacionista más suaves. En el Reino Unido se espera evitar una recesión económica, pero el crecimiento se ha revisado a la baja en 2024 y 2025 para reflejar la mayor debilidad de los datos y el impacto del endurecimiento de la política monetaria en un contexto de elevada inflación. En general, las perspectivas de crecimiento no se han revisado para las economías emergentes de Asia ni para China. En China se prevé una contracción gradual del crecimiento económico durante el horizonte de proyección a causa de factores estructurales, como el envejecimiento de la población. Se proyecta que la economía mundial siga avanzando a una tasa del 3,2 % en 2025 y 2026, que continúa siendo inferior a la media histórica del 3,6 % del período 2012-2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, el crecimiento del PIB real mundial se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024.

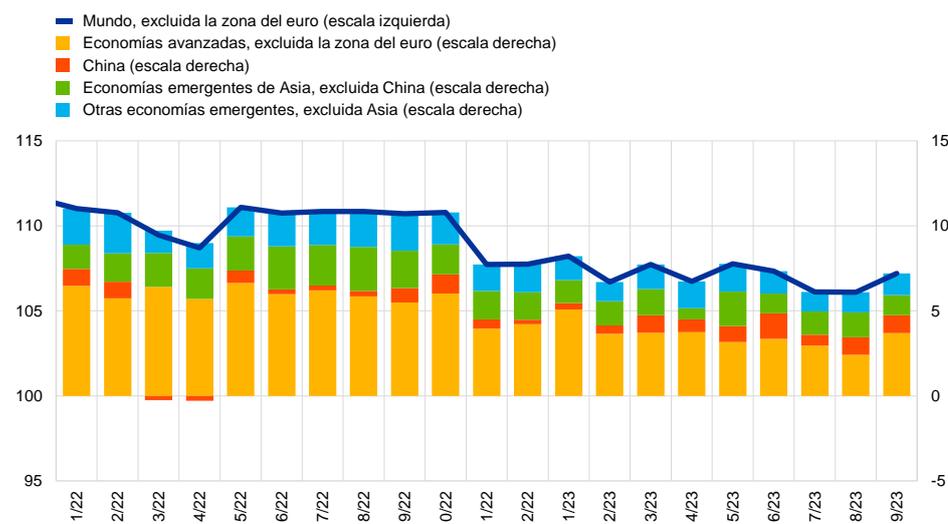
En un contexto de normalización de los patrones de consumo tras la pandemia, el comercio internacional se habría mantenido falto de dinamismo

en 2023 y se espera que posteriormente se recupere. La tasa de crecimiento interanual del comercio mundial en 2023 se estima en el 1,1 %, debido a un efecto arrastre negativo, pero ya había mostrado señales de mejora en el segundo trimestre del año. El débil comportamiento de los intercambios comerciales en términos interanuales es atribuible a la composición menos intensiva en comercio del crecimiento mundial dado el mayor peso del consumo en la demanda interna y el aumento de la contribución de las economías emergentes, que tienen una menor elasticidad del comercio. En 2023, el avance de los flujos comerciales también se vio obstaculizado por el repunte del consumo de servicios asociado a la eliminación completa de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Las previsiones apuntan a que el comercio mundial se recuperará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección y comenzará a crecer más en línea con la actividad global a medida que las empresas empiecen a reponer existencias y el consumo privado se reorienta hacia los bienes. Esta previsión es acorde con los datos más recientes sobre el comercio mundial de mercancías, que volvió a registrar un crecimiento positivo en septiembre tras permanecer prácticamente estancado en los dos meses anteriores (gráfico 2). Se espera que el comercio internacional crezca un 3 % en 2024 y 2025 y un 3,2 % en 2026, lo que representa una revisión a la baja (-0,2 y -0,3 puntos porcentuales en 2024 y 2025, respectivamente) en comparación con las proyecciones de septiembre, al haberse ajustado la velocidad a la que se considera que la elasticidad del comercio mundial volverá a su valor de largo plazo esperado. La demanda externa de la zona del euro crecerá un 2,6 % en 2024, un 2,9 % en 2025 y un 3,1 % en 2026, y esta previsión también se ha corregido a la baja con respecto a las proyecciones anteriores para 2024 y 2025 (-0,4 y -0,1 puntos porcentuales, respectivamente).

Gráfico 2

Crecimiento de las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro)

(contribuciones al índice: diciembre de 2019 = 100)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

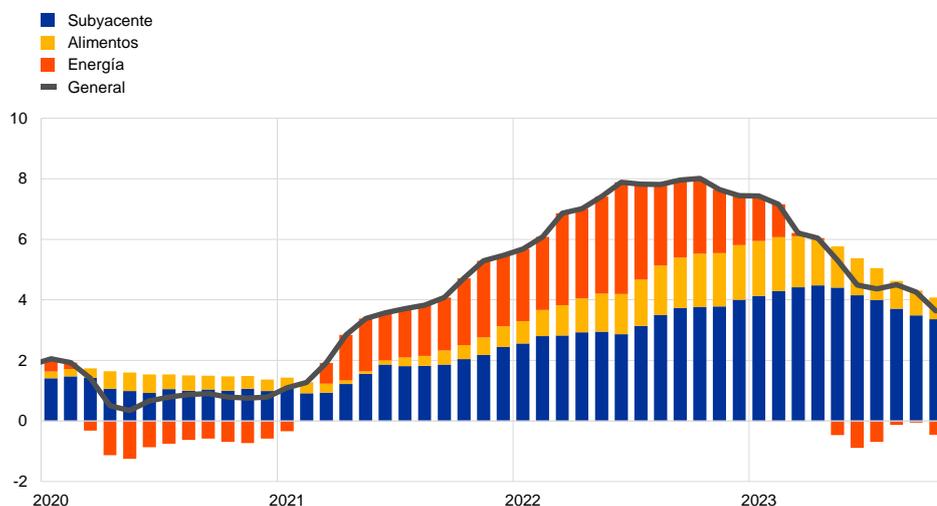
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

La inflación general mundial medida por el índice de precios de consumo (IPC) permanece en una senda descendente, favorecida por la disminución de los precios de la energía y de los alimentos, aunque la inflación subyacente sigue siendo elevada. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general medida por el IPC se redujo hasta el 5,6 % en octubre (frente al 6,2 % de septiembre), debido a la caída de la contribución del componente energético y, en menor medida, de los alimentos. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) descendió menos y se situó en el 6,5 % (desde el 6,6 % de septiembre). En Turquía, la inflación interanual continúa en niveles muy altos, aunque en octubre se moderó ligeramente, hasta el 72 % (75 % en septiembre). Excluida Turquía, la inflación general retrocedió hasta el 3,6 %, desde el 4,2 % registrado en septiembre, y la subyacente se redujo desde el 4,4 % hasta el 4,2 % (gráfico 3). Se estima que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro disminuyeron por debajo de su tasa media de crecimiento de largo plazo en el segundo trimestre de 2023, ya que los precios de las materias primas siguieron bajando y las presiones latentes internas y externas se relajaron. Se prevé que estos precios repunten en torno al cambio de año a medida que el descenso de los precios de las materias primas suponga un menor lastre.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Los precios del petróleo han descendido con respecto a las proyecciones de septiembre de 2023 en un contexto de debilitamiento de la demanda mundial.

De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía, la demanda de crudo en Europa se redujo en torno a los 0,8 millones de barriles diarios durante el tercer trimestre, mientras que en Estados Unidos también ha empezado a disminuir más recientemente. La caída de la demanda en las economías avanzadas compensó las presiones al alza sobre los precios generadas por una demanda de petróleo

persistentemente elevada en China, por la decisión de la OPEP+ de prorrogar los recortes voluntarios de la producción vigentes al primer trimestre de 2024 y ampliarlos en otro 0,9 % de la oferta mundial, así como por los riesgos de abastecimiento derivados del conflicto en Oriente Próximo. Los precios europeos del gas también descendieron porque la demanda se mantuvo por debajo de las medias históricas al principio de la época de calefacción. Los recientes riesgos de abastecimiento originados por el cierre de una planta de gas en Israel, las interrupciones en el gasoducto entre Finlandia y Estonia, y la posibilidad de nuevas huelgas en plantas de gas natural licuado en Australia también se dispararon y fueron descontados por los mercados financieros. No obstante, no puede descartarse por completo que se produzcan nuevos episodios de volatilidad en el mercado de gas porque los precios siguen siendo sensibles a perturbaciones de oferta similares a las registradas durante 2023.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las condiciones financieras globales fueron cambiando, pero al final se relajaron ligeramente en las economías avanzadas. Al comienzo del período de referencia (del 14 de septiembre al 13 de diciembre de 2023), las condiciones financieras se endurecieron de forma considerable en las economías avanzadas a medida que los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron, sobre todo como consecuencia de la mayor compensación por riesgo debida al aumento de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. Con todo, el endurecimiento se revirtió con creces después de que la inflación resultara ser levemente inferior a las expectativas en varios países, al tiempo que algunos bancos centrales también suavizaron su comunicación sobre si serían necesarias subidas adicionales de los tipos de interés. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de que la inflación seguiría moderándose en un contexto de crecimiento resiliente, aunque cada vez más lento, propiciaron un desplazamiento a la baja de las expectativas relativas a la política monetaria y respaldaron la percepción de riesgos. En general, el precio de los activos con mayor riesgo evolucionó en paralelo a las fluctuaciones de los tipos de interés y finalizó el período algo más alto.

En Estados Unidos, el crecimiento de la economía en 2023 ha sido más sólido de lo previsto anteriormente, pero se espera que se modere en el corto plazo conforme la política monetaria más restrictiva frene el gasto y el mercado de trabajo se enfríe. El PIB real avanzó a una tasa intertrimestral del 1,3 % (5,2 % en términos anualizados) en el tercer trimestre de 2023, gracias al dinamismo del consumo privado, al repunte de la inversión privada en existencias y al elevado gasto público. Indicadores de alta frecuencia, como los de gasto con tarjetas de crédito y ventas minoristas, sugieren una desaceleración del gasto en consumo en el cuarto trimestre. Por otra parte, la reanudación de los reembolsos de los préstamos a estudiantes en octubre y la acusada disminución del exceso de ahorro ejercerán presiones adicionales sobre los balances de los hogares. Se espera que el crecimiento económico se recupere a partir de la segunda mitad de 2024. En octubre, la inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 3,2 % (0,5 puntos porcentuales menos que en septiembre), debido principalmente a la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación

subyacente interanual descendió ligeramente, hasta el 4 % (0,1 puntos porcentuales menos que en septiembre). Aunque la tasa de variación de los precios de los servicios (excluidos los de vivienda) se ha reducido desde principios de 2023, en octubre se mantuvo elevada, justo por debajo del 4 %, al tiempo que la inflación de los bienes y servicios básicos se encuentra en una senda descendente.

En China, indicadores recientes apuntan a una estabilización de la actividad económica, pese a la debilidad del sector inmobiliario. En el tercer trimestre de 2023, el crecimiento del PIB real repuntó hasta el 1,3 % en tasa intertrimestral, superando las expectativas de los mercados. Este repunte estuvo impulsado fundamentalmente por la mayor fortaleza del gasto en consumo, mientras que la contracción de la inversión inmobiliaria siguió agudizándose, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. Los indicadores mensuales de producción industrial y ventas minoristas consolidaron su recuperación en octubre. Ese mes, el gasto de los hogares sorprendió al alza, sobre todo el destinado a compras de automóviles y a turismo y viajes, coincidiendo con las vacaciones de la Semana Dorada en China. Al mismo tiempo, la producción y el consumo de bienes y servicios estrechamente asociados al mercado inmobiliario siguieron mostrando un crecimiento tenue, lo que sugiere que la economía china está recuperándose a dos velocidades. La inflación general interanual medida por el IPC volvió a situarse en terreno negativo en octubre y descendió un 0,2 % tras permanecer invariable en septiembre. El descenso fue atribuible principalmente a la bajada más pronunciada de los precios de los alimentos, encabezada por una disminución interanual del 30,1 % de los precios de la carne de cerdo, que se espera que sigan cayendo como consecuencia del exceso de oferta. Es probable que la evolución de los precios de los alimentos y la debilidad de la demanda interna y externa aseguren que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas.

En Japón, la recuperación económica se estancó en el tercer trimestre de 2023, pero se espera que el crecimiento retornara a terreno positivo en el cuarto trimestre. En el tercer trimestre de 2023, el PIB real se contrajo más de lo esperado, un 0,7 % en tasa intertrimestral, principalmente debido a la contribución negativa de las existencias y a la debilidad de la demanda interna, así como, hasta cierto punto, al impacto de la elevada inflación en las rentas reales. Se espera que el PIB real vuelva a registrar un avance positivo, aunque modesto, en el cuarto trimestre en un contexto de señales de recuperación moderada de los niveles de consumo real. Tanto la inflación general como la subyacente aumentaron en octubre en un entorno de firme dinamismo subyacente de los precios. La inflación general interanual se incrementó desde el 3 % hasta el 3,3 %, mayormente como consecuencia de las menores bajadas de los precios de la energía en tasa interanual, pese a que se observó cierta moderación en el ritmo de variación de los precios de los alimentos, todavía alto. En tasa interanual, la inflación subyacente (excluidos energía y alimentos) se situó en el 2,7 % en octubre (0,1 puntos porcentuales más que en septiembre), reflejo de un leve repunte de la inflación de los bienes básicos y de la sólida tasa de crecimiento de los precios de los servicios.

En el Reino Unido, el anterior endurecimiento de la política monetaria está lastrando cada vez más el gasto de los hogares y la inversión privada. El

crecimiento económico real se estancó en el tercer trimestre de 2023 porque la mayor debilidad de la demanda interna contrarrestó una contribución particularmente positiva de las exportaciones de servicios. El deterioro de la demanda interna sugiere que el anterior endurecimiento de la política monetaria está afectando de manera creciente a la economía. Los datos continúan siendo heterogéneos, ya que las ventas minoristas han disminuido y el PMI compuesto se ha mantenido en niveles reducidos en general (aunque volvió a situarse por encima del valor neutral en noviembre), mientras que otros indicadores de confianza empresarial llevan tiempo mejorando y la renta real de los hogares está aumentando. Se prevé que la actividad continúe siendo moderada en los próximos trimestres, en un contexto de políticas restrictivas en los ámbitos fiscal y monetario, y que repunte hacia el final del año, sostenida por la recuperación en curso de los salarios reales. La inflación general interanual medida por el IPC descendió considerablemente en octubre, hasta el 4,6 %, desde el 6,7 % registrado en septiembre, ya que la contribución de los precios de la energía pasó a ser negativa. La inflación subyacente se redujo hasta el 5,7 %, desde el 6,1 % de septiembre, debido a la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes y servicios básicos. No obstante, se prevé que la inflación descienda de forma más gradual en adelante, dado que la tasa de crecimiento de los precios de los servicios se mantendrá alta en un entorno de crecimiento todavía elevado de los salarios.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro siguió debilitándose en el segundo semestre de 2023, dado que los bajos niveles de confianza, las pérdidas de competitividad anteriores, el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastraron la actividad. Tras registrar un crecimiento mínimo en la primera mitad del año, el PIB real se contrajo ligeramente en el tercer trimestre, debido sobre todo a la disminución de las existencias. A nivel sectorial, la producción industrial lleva en terreno contractivo desde el cuarto trimestre de 2022 —pese a que las manufacturas se han visto respaldadas en cierta medida por la reducción de las carteras de pedidos pendientes—, mientras que la actividad de los servicios continuó contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre. Entretanto, el empleo siguió creciendo en el citado trimestre, si bien el total de horas trabajadas disminuyó levemente, en un contexto de persistente infrautilización del factor trabajo. Los nuevos datos disponibles para el cuarto trimestre de 2023 sugieren que es probable que el crecimiento se mantuviera contenido, al tiempo que el mercado de trabajo se habría ralentizado. Se espera que el ritmo de crecimiento comience a recuperarse a principios de 2024, salvo que se produzcan nuevas perturbaciones, y a pesar de la persistencia de factores adversos derivados de unas condiciones de financiación desfavorables para la actividad que, sin embargo, se prevé que desaparezcan con el tiempo. Además, la caída de la inflación debería contribuir a impulsar las rentas reales, y el avance de las exportaciones debería acompañarse a la mejora de la demanda externa.

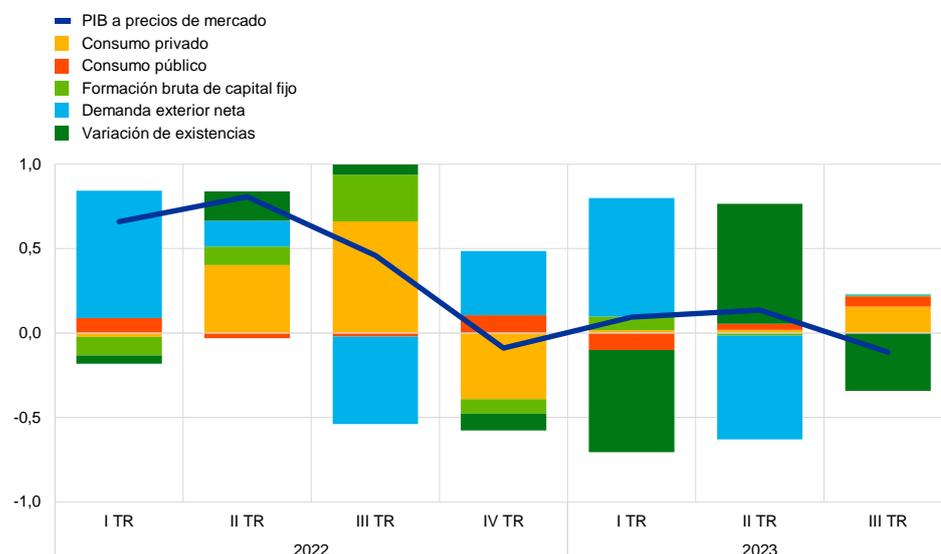
Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,6 % en 2023, y que después repunte hasta situarse en el 0,8 % en 2024 y se eleve hasta el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, pero se mantienen sin variación para 2025.

La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2023. Ese trimestre, el PIB real se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, dado que la variación de existencias —debida en parte a la reducción de la intensa acumulación de existencias en el segundo trimestre— lastró el crecimiento (gráfico 4). Tras dos trimestres de estancamiento, el consumo privado registró un avance moderado en el tercer trimestre, y el consumo público también contribuyó de forma positiva a la expansión del PIB, aunque en menor medida. La contribución ligeramente positiva de la inversión oculta un marcado contraste entre la persistente contracción de la inversión en construcción y el crecimiento todavía positivo de la inversión, excluida la construcción. Las aportaciones de las exportaciones e importaciones se compensaron entre sí en gran medida. La desagregación del valor añadido pone de relieve la continuación de las divergencias entre sectores en el tercer trimestre, con un modesto avance de la actividad de los servicios, mientras que todos los demás sectores, en particular el manufacturero, retrocedieron.

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 2023.

La actividad se habría mantenido débil en el último trimestre de 2023. Los datos de producción industrial de octubre sugieren una contracción continuada de la producción de manufacturas en el cuarto trimestre. Los nuevos datos procedentes de encuestas —disponibles para el período transcurrido hasta noviembre— apuntan a un debilitamiento más generalizado de la actividad en el último trimestre. Esta evolución refleja tanto la debilidad sostenida de la actividad manufacturera como una mayor desaceleración de los servicios, que previamente habían mostrado resiliencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad siguió descendiendo por debajo del umbral de crecimiento de 50 y de su media del tercer trimestre, pese a registrar un leve repunte en noviembre con respecto al dato de octubre, lo que posiblemente sugiere que la tendencia negativa ha tocado fondo. El PMI de producción de las manufacturas permanece en terreno marcadamente contractivo, ya que el anterior apoyo derivado de la mejora de las condiciones en las cadenas de suministro habría llegado a su fin y los pedidos pendientes se están terminando de atender, mientras que los nuevos pedidos continúan disminuyendo (panel a del gráfico 5). La debilidad de la actividad también es evidente —aunque menos acusada— en los servicios, en los que los PMI de actividad y de nuevos pedidos se han mantenido por debajo del umbral de crecimiento desde agosto (panel b del gráfico 5). En octubre y noviembre, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea descendió ligeramente por debajo de su media del tercer trimestre, debido a la disminución de la confianza tanto de los consumidores como de las empresas, aunque con algunas señales incipientes de que la debilidad de la confianza habría tocado fondo en noviembre. Asimismo, empresas de distintas ramas de los servicios y, en particular, del sector manufacturero, indicaron que la mayor fragilidad de la demanda y el endurecimiento

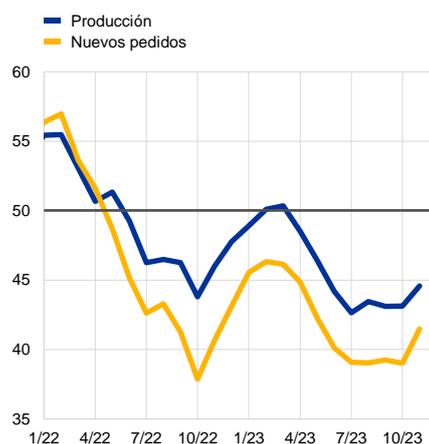
de las condiciones de financiación estaban limitando cada vez más la producción en el cuarto trimestre del año³.

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

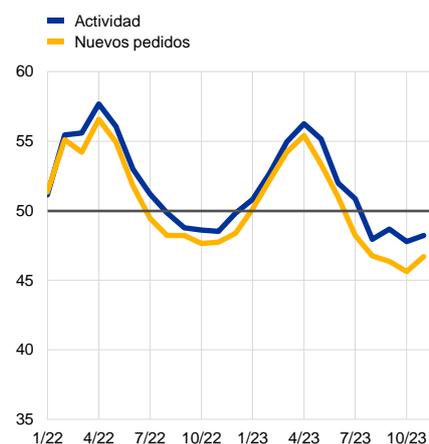
a) Manufacturas

(índices de difusión)



b) Servicios

(índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

En general, el mercado de trabajo siguió mostrando capacidad de resistencia frente al debilitamiento de la actividad económica en el tercer trimestre de 2023.

El empleo creció un 0,2 % en ese trimestre, mientras que el total de horas trabajadas se redujo un 0,1 % (panel a del gráfico 6). Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 3,5 % y el total de horas trabajadas un 2,1 %. Esta evolución implica un descenso del 1,3 % de las horas medias trabajadas, que está relacionado con la persistente infrautilización del factor trabajo (la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo en un momento dado), así como con otros factores como el aumento de las bajas por enfermedad. La población activa volvió a crecer, un 0,1 % en el tercer trimestre de 2023 y un 0,2 % en octubre, y se estima que se ha incrementado en unos 1,5 millones de personas desde diciembre de 2022. La tasa de paro se situó en el 6,5 % en octubre, prácticamente sin cambios con respecto a septiembre, y se mantuvo próxima al nivel más bajo registrado desde la introducción del euro. La demanda de trabajo está disminuyendo de forma gradual, pero continúa siendo elevada, y la tasa de vacantes de empleo ha descendido marginalmente hasta situarse en el 2,9 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

³ Véase también el recuadro titulado «La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios» en este Boletín Económico.

Gráfico 6

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

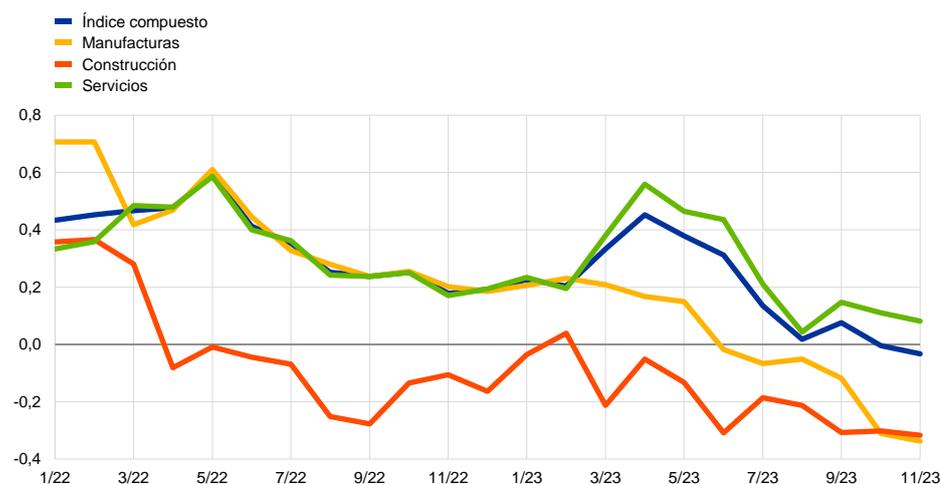
a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

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



b) PMI sectoriales de empleo

(índices de difusión)



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

Notas: En el panel a, 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 2023 para el empleo, a noviembre de 2023 para el PMI de empleo y a octubre de 2023 para la tasa de paro. En el panel b, el PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren una

ralentización del avance del empleo en el cuarto trimestre de 2023.

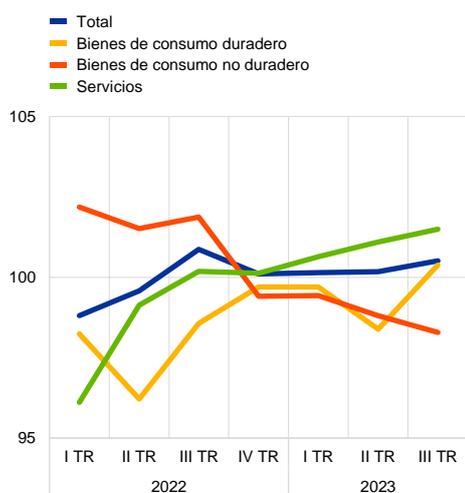
El PMI mensual compuesto de empleo descendió desde un valor de 50 en octubre hasta el 49,7 en noviembre; un valor inferior al umbral de 50 indica una disminución del empleo. Este indicador ha caído sustancialmente desde el máximo de 54,5 registrado en abril. La reciente caída ha sido generalizada en los distintos sectores (panel b del gráfico 6). Los PMI sectoriales señalan riesgos a la baja para el crecimiento del empleo en las manufacturas y la construcción, donde los índices se sitúan por debajo de 50. Aunque el PMI de servicios todavía permanece en terreno ligeramente expansivo, también ha retrocedido y se encuentra ahora en niveles próximos al umbral de 50.

El consumo privado aumentó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2023, tras estancarse en el primer semestre del año (panel a del gráfico 7). El aumento observado ese trimestre fue atribuible, en gran parte, al consumo de servicios por parte de los hogares, que sigue beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura. Después de registrar una fuerte caída en el segundo trimestre, el gasto en bienes de consumo duradero repuntó en el tercero, principalmente como reflejo de la demora en la entrega de vehículos eléctricos e híbridos adquiridos con anterioridad. Tras una intensa recuperación, las matriculaciones de automóviles disminuyeron ligeramente en octubre hasta situarse un 0,8 % por debajo del nivel del tercer trimestre. En cambio, el gasto en bienes de consumo no duradero (y semiduradero) siguió descendiendo en dicho trimestre, lo que se plasmó en la continuación de la debilidad de las ventas del comercio minorista que, pese a haber aumentado marginalmente en octubre con respecto al mes anterior, se situaron un 0,2 % por debajo de su media del tercer trimestre.

Gráfico 7
Consumo privado real y expectativas

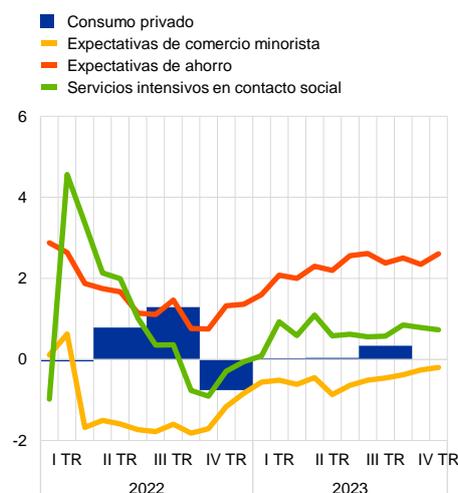
a) Consumo privado y componentes

(índices: cuarto trimestre de 2019 = 100)



b) Expectativas de consumo privado y comercio minorista, de ahorro y de demanda de servicios

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, los niveles de los componentes del consumo (concepto «interno») se ajustan para que se correspondan con el nivel del consumo privado total (concepto «nacional»). «Bienes de consumo no duradero» incluye bienes de consumo semiduradero. En el panel b, las expectativas de ahorro para los doce meses siguientes y las de actividad del comercio minorista para los tres meses siguientes se normalizan para el período 1985-2019. La demanda esperada de servicios intensivos en contacto social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019 (en consonancia con la longitud correspondiente de cada serie); «servicios intensivos en contacto social» se refiere a servicios de alojamiento, turismo y viajes y restauración. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para el panel a y al tercer trimestre y a noviembre de 2023 para el panel b.

Los datos de las encuestas más recientes continúan apuntando, en general, a falta de dinamismo del gasto en bienes en torno al cambio de año. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se recuperó en noviembre tras descender durante tres meses consecutivos, pero siguió situándose por debajo de su media de largo plazo. El dato de noviembre refleja una mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. Asimismo, los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores y las de actividad

del comercio minorista se mantuvieron en niveles reducidos, pese a leve mejoría observada en estas últimas (panel b del gráfico 7). En cambio, no se produjo una fuerte corrección a la baja de la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social, que siguió mostrando capacidad de resistencia en noviembre y permaneció por encima de su media histórica. Asimismo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de octubre indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones continúa resistiendo. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real frene el endeudamiento de los hogares, sostenga unas expectativas elevadas de ahorro y mantenga el crecimiento del gasto en consumo en niveles reducidos a corto plazo⁴. Al mismo tiempo, dicho gasto debería beneficiarse del aumento del poder adquisitivo como consecuencia de la caída de la inflación y de la capacidad de resistencia que todavía muestra el mercado laboral.

La inversión empresarial aumentó en el tercer trimestre de 2023, pero se espera que disminuya en el cuarto. La inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda, registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,5 % en el tercer trimestre de 2023, impulsada por el aumento de la inversión en intangibles y en maquinaria y equipo (panel a del gráfico 8). En el cuarto trimestre, la persistencia de la debilidad según quedó reflejada en la encuesta de confianza de la Comisión Europea y en los PMI de producción y de nuevos pedidos apunta a una caída de la inversión. Las empresas también se están viendo afectadas por unos ingresos netos por intereses negativos, y el apoyo procedente de las carteras de pedidos pendientes sigue disminuyendo⁵. La encuesta de la Comisión Europea sobre los límites a la producción de bienes de equipo en el cuarto trimestre confirmó la reducción de la demanda, así como un número cada vez menor de obstáculos derivados de la escasez de equipos y de capacidad. Esto último es acorde con la disminución de la utilización de la capacidad productiva en la economía en general, lo que sugiere que las necesidades de inversión para ampliar la capacidad de producción a corto plazo son escasas. Sin embargo, se espera que la inversión se recupere de forma gradual en 2024 y posteriormente a medida que la demanda vuelva a repuntar y se reduzca la incertidumbre, y conforme el actual efecto moderador del endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones adversas de oferta de crédito desaparezca a medio plazo. Además, la implementación del programa *Next Generation EU* debería atraer inversión privada.

⁴ Las débiles perspectivas de consumo privado pueden reflejar también la valoración pesimista de los consumidores de la evolución reciente de la renta real. Véase el recuadro titulado «[Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares](#)» en este Boletín Económico.

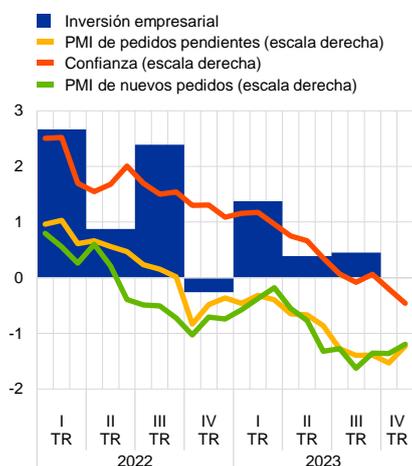
⁵ Véase el recuadro titulado «[Ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

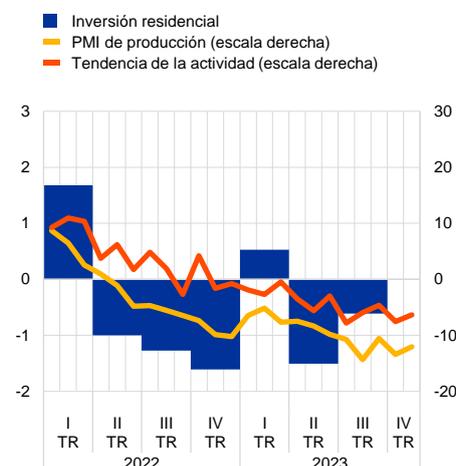
a) Inversión empresarial

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



b) Inversión residencial

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual y las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas se refieren a las respuestas del sector de bienes de equipo, y los datos relativos a la confianza proceden de la encuesta de la Comisión Europea. En el panel b, las líneas se refieren al segmento de construcción de edificios. «Tendencia de la actividad» alude a la tendencia de la actividad en comparación con los tres meses anteriores, medida por la encuesta de la Comisión Europea. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión empresarial y residencial, y a noviembre de 2023 para el resto de conceptos.

La inversión residencial volvió a disminuir en el tercer trimestre de 2023 y es probable que siga cayendo a corto plazo.

La inversión en vivienda se redujo un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2023, tras registrar un descenso del 1,5 % en el segundo trimestre (panel b del gráfico 8). Los indicadores coyunturales apuntan a una nueva caída en el cuarto trimestre. En octubre y noviembre, el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses descendió por debajo de su media del tercer trimestre, y el PMI de producción de viviendas se mantuvo en un nivel muy inferior al umbral de crecimiento de 50. El sentimiento con respecto a la vivienda, medido por la encuesta trimestral de la Comisión Europea de las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares a corto plazo, también experimentó un leve retroceso en el cuarto trimestre de 2023. Del mismo modo, según la encuesta CES, la percepción de los hogares sobre la vivienda como una buena inversión disminuyó en octubre. Las débiles perspectivas a corto plazo relativas a la inversión en vivienda son coherentes con la tendencia a la baja, en general significativa, de los visados de obra nueva residencial y obedecen al considerable endurecimiento de las condiciones financieras que está lastrando la demanda de vivienda. El endeudamiento de los hogares para financiar la compra de vivienda volvió a ser reducido en octubre, lo que sugiere que aún no se vislumbra una recuperación de la demanda de inmuebles residenciales.

El avance de las exportaciones siguió siendo tímido en el tercer trimestre de 2023, como reflejo de la debilidad de la demanda mundial, el impacto retardado de la apreciación del euro y los elevados precios de la energía. La

tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones reales volvió a ser negativa ese trimestre, ya que la falta de dinamismo del comercio internacional frenó la demanda externa de bienes de la zona del euro. Además, el impacto retardado de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro —desde finales de 2022— ha reducido la competitividad de la zona, y los altos precios energéticos contribuyeron también a la debilidad de las exportaciones, sobre todo en sectores intensivos en energía. La contracción de las importaciones de bienes en el tercer trimestre estuvo en consonancia con la atonía de la demanda interna y la disminución de las existencias. Como resultado, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue marginalmente positiva en el tercer trimestre. De cara al futuro, los indicadores de opinión apuntan a que la actividad exportadora de la zona del euro continuará siendo contenida a corto plazo, dado que los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios permanecen en terreno contractivo.

Más allá del corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere gradualmente, respaldada por el aumento de las rentas reales, el menor lastre derivado de unas condiciones de financiación adversas y la mejora de la demanda externa. Si no se producen nuevas perturbaciones, el crecimiento del PIB se fortalecería gradualmente a medida que el consumo se vea cada vez más respaldado por la disminución de las presiones inflacionistas y el sólido avance de las rentas del trabajo derivado del fuerte crecimiento continuado de los salarios. Además, los efectos moderadores de las recientes condiciones de financiación adversas sobre la inversión disminuirán, y la mejora de la demanda externa debería respaldar la recuperación del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, el crecimiento anual del PIB real se desacelerará hasta el 0,6 % en 2023 y después repuntará hasta situarse en el 0,8 % en 2024 y se elevará hasta el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones del BCE de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, pero se mantienen sin variación para 2025⁶.

⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023».

3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se situó en el 2,4 % en noviembre de 2023, desde el 2,9 % registrado en octubre, pero es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo a causa de efectos de base al alza de los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el 3,6 % en noviembre, y todos los indicadores de la inflación subyacente continuaron descendiendo en octubre. Sin embargo, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y algunos indicadores de mercado de la compensación por inflación han disminuido desde niveles elevados, fundamentalmente como consecuencia de las menores primas de riesgo de inflación. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, la inflación general disminuirá gradualmente y se situará, en promedio, en el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.

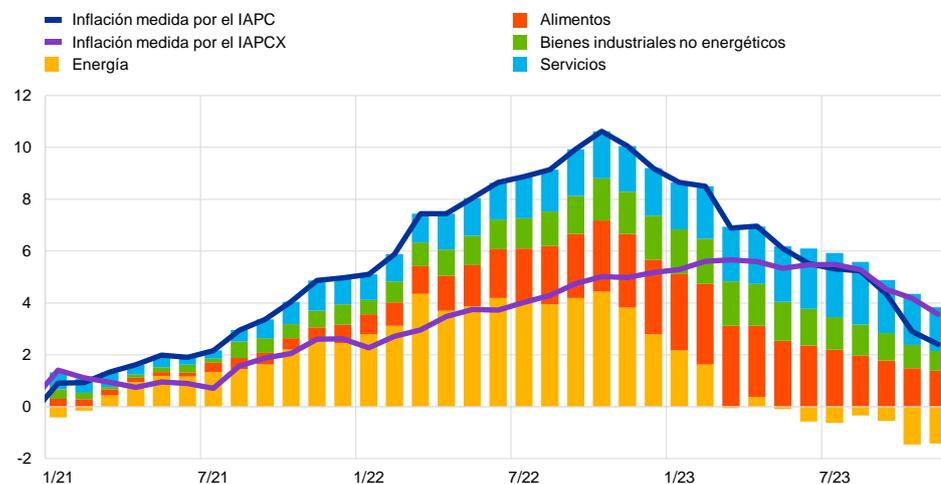
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC continuó disminuyendo hasta situarse en el 2,4 % en noviembre, desde el 2,9 % observado en octubre (gráfico 9)⁷. Esta disminución fue resultado del descenso de las tasas de inflación de todos los componentes principales, concretamente energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios. La tasa de variación de los precios de la energía se adentró más en terreno negativo y cayó del -11,2 % en octubre al -11,5 % en noviembre, lo que reflejó una caída intermensual del 2,2 %. La inflación de los alimentos también continuó reduciéndose, desde el 7,4 % en octubre hasta el 6,9 % en noviembre, pero se mantuvo elevada. Este retroceso reflejó la caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados. En cambio, la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados aumentó, impulsada por un fuerte incremento intermensual y un efecto de base al alza. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), volvió a caer hasta situarse en el 3,6 % en noviembre, frente al 4,2 % registrado en octubre, debido al descenso de sus dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios. La tasa de variación de los precios de dichos bienes disminuyó desde el 3,5 % en octubre hasta el 2,9 % en noviembre, dado que las presiones latentes sobre los precios siguieron relajándose. Asimismo, la inflación de los servicios se redujo del 4,5 % en octubre al 4 % en noviembre.

⁷ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de diciembre de 2023. Los datos definitivos de Eurostat publicados el 19 de diciembre de 2023 confirmaron que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4 % en noviembre.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

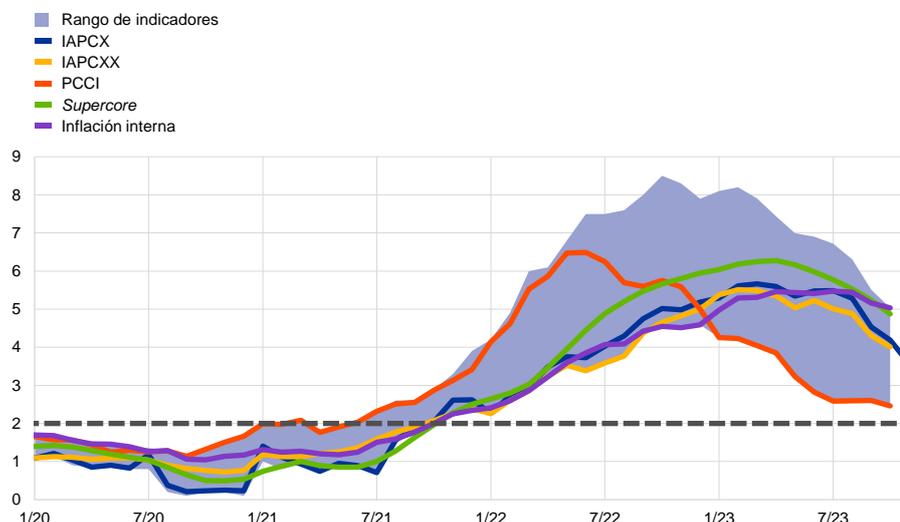
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023 (estimación de avance).

Todos los indicadores de la inflación subyacente continuaron descendiendo en octubre según los últimos datos disponibles, debido a la desaparición gradual de los efectos de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las cadenas de suministro, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 10). Pese al retroceso de todos los indicadores de la inflación subyacente, la incertidumbre en torno a la dinámica de dicha inflación sigue siendo elevada. Esta incertidumbre es evidente en las tasas muy variadas de los distintos indicadores de la inflación subyacente, que oscilan entre el 2,5 % para el PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el 5 % para la inflación interna, lo que muestra que, en la mayoría de los indicadores, el impacto de las perturbaciones anteriores tarda en desaparecer por completo. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, se redujo desde el 5,2 % en septiembre hasta el 4,9 % en octubre, mientras que el indicador PCCI basado en modelos se moderó solo levemente, del 2,6 % al 2,5 %, durante el mismo período. El indicador de la inflación interna (que excluye los componentes con un alto contenido importador) ha sido el que más ha persistido en un nivel elevado, ya que se situó en el 5,2 % en septiembre y en el 5 % en octubre, lo que refleja la importancia de las presiones salariales. Con todo, este indicador lleva disminuyendo tres meses consecutivos.

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 IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX); el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX); la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a octubre de 2023 para los demás indicadores.

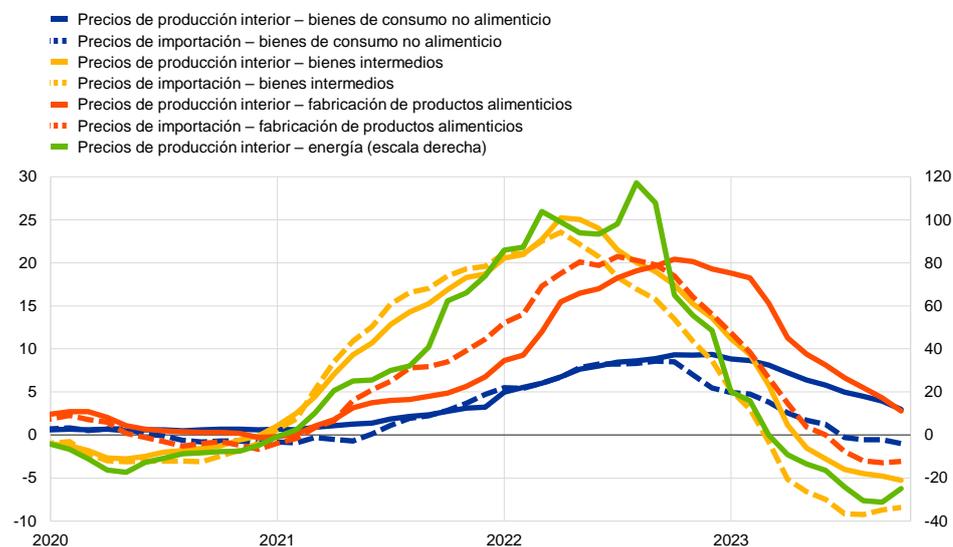
Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas continuaron reduciéndose con moderación en octubre. La tasa de crecimiento de los precios de producción interior de los bienes intermedios lleva en niveles negativos desde mayo y volvió a descender hasta situarse en el $-5,3$ % en octubre, desde el $-4,8$ % de septiembre, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de esos bienes siguió cayendo a gran velocidad, aunque se elevó del $-8,7$ % al $-8,4$ % durante el mismo período. La tasa de variación de los precios de producción de la energía, que permanece en terreno negativo desde abril, se incrementó hasta el -25 % en octubre, frente al $-31,2$ % de septiembre. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, el crecimiento de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó hasta el 3 % en octubre, desde el $3,9$ % registrado en septiembre, lo que confirma la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas. Lo mismo ocurre con las presiones latentes en el segmento de bienes de consumo alimenticio, en el que la tasa de variación de los precios de producción de los alimentos elaborados cayó de nuevo en octubre hasta situarse en el $2,8$ %, su nivel más bajo desde abril de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estas categorías de bienes de consumo siguió siendo negativa. El crecimiento de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se redujo desde el $-0,6$ % en septiembre hasta el -1 % en octubre, mientras que el de los productos alimenticios no descendió más.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

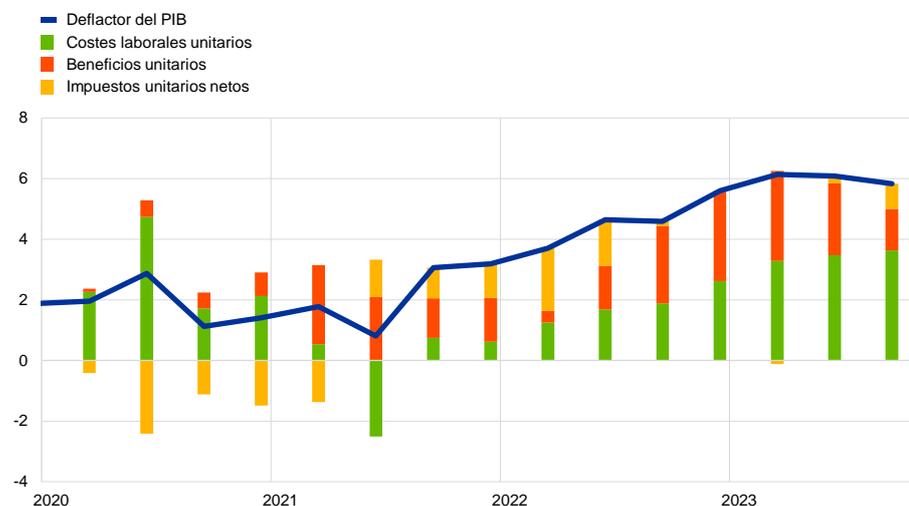
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se redujeron hasta el 5,8 % en el tercer trimestre de 2023, desde el 6,1 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios (gráfico 12). La aportación de los

beneficios unitarios al deflactor del PIB disminuyó hasta situarse en 1,4 puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2023, frente a los 2,4 puntos porcentuales del trimestre anterior, lo que sugiere que los beneficios comenzaron a amortiguar las presiones inflacionistas de los salarios y de los costes laborales. La contribución de los costes laborales unitarios aumentó marginalmente en el tercer trimestre hasta alcanzar los 3,6 puntos porcentuales, desde los 3,5 puntos porcentuales del trimestre previo. Este crecimiento interanual algo mayor en el tercer trimestre refleja una tasa de avance más negativa de la productividad del trabajo, mientras que el crecimiento de los salarios medido por la remuneración por asalariado disminuyó desde el 5,5 % en el segundo trimestre hasta el 5,2 % en el tercero. El crecimiento salarial medido por la remuneración por hora se mantuvo sin variación en el 5,2 %, lo que sugiere que persisten las intensas presiones de los costes laborales. Sustentando esta dinámica, la tasa de avance de los salarios negociados siguió aumentando en el tercer trimestre de 2023 y se situó en el 4,7 %, frente al 4,4 % del trimestre anterior. Asimismo, la información procedente de las negociaciones salariales concluidas recientemente continúa señalando fuertes presiones salariales de cara al futuro y no muestra aún señales claras de un punto de inflexión en el crecimiento de los salarios negociados.

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023. La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa.

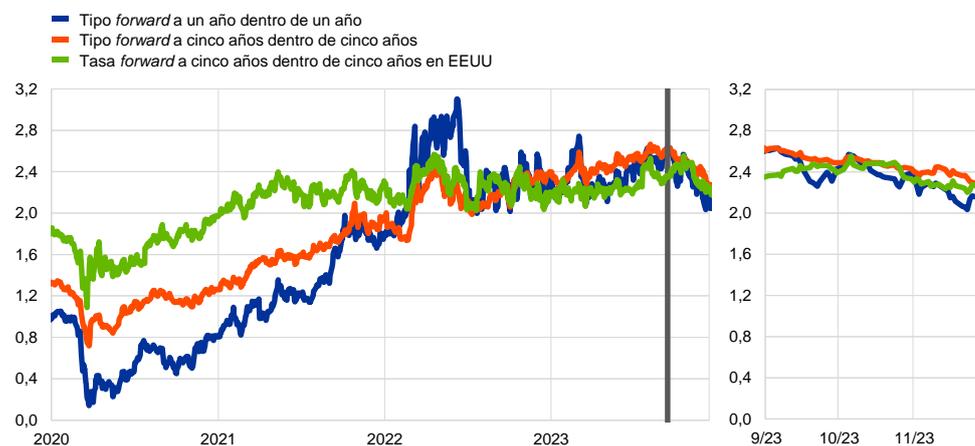
Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en torno al 2 %, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación se redujeron. Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2023 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) de diciembre de 2023, la mediana de las expectativas a largo plazo se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) han registrado una caída notable desde la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de septiembre, especialmente en el corto plazo, dado que los datos de inflación más baja de lo previsto de septiembre, octubre y noviembre, junto con las débiles perspectivas de crecimiento, llevaron a los participantes en los mercados a revisar a la baja sus perspectivas de inflación (gráfico 13). El tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se redujo unos 50 puntos básicos y se situó en el 2,1 %. En los plazos más largos, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años cayó en torno a 35 puntos básicos, hasta el 2,3 %, desde el máximo de varios años alcanzado a principios de agosto, aunque se mantuvo en niveles elevados en términos históricos. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, disminuyeron moderadamente durante el período analizado e indican que los participantes en los mercados también esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de octubre de 2023 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 4 %.

Del mismo modo, las expectativas de inflación a tres años vista se estabilizaron en el 2,5 %.

Gráfico 13

Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los tipos forward de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

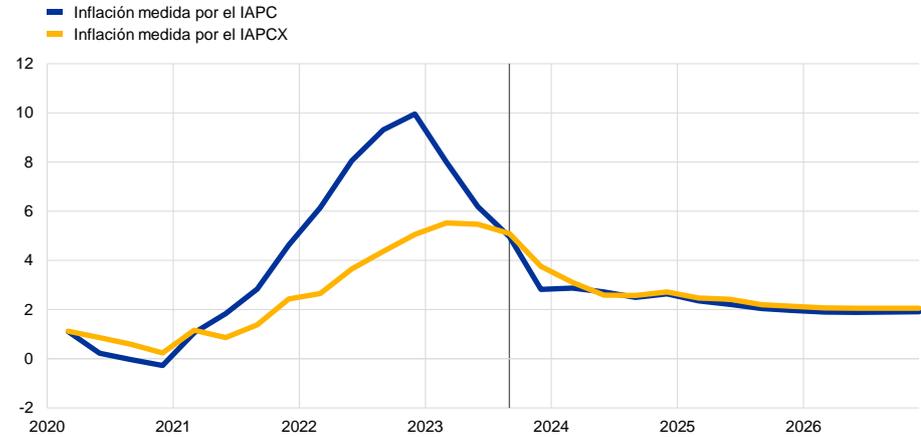
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, la inflación general descenderá desde un promedio del 5,4 % en 2023 hasta el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14).

Esta senda desinflacionista hacia el objetivo del 2 % refleja la caída de la inflación de la energía, el impacto del endurecimiento de la política monetaria, la desaparición progresiva de las presiones latentes y de los cuellos de botella en la oferta, así como el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas. Se espera que el crecimiento de los salarios se modere durante el horizonte de proyección con la desaparición gradual de los impactos al alza de la compensación por inflación, pero los costes laborales siguen convirtiéndose en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPCX. Los beneficios disminuirían durante el horizonte de proyección y amortiguarían la transmisión de los costes laborales. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las proyecciones de la inflación general se han revisado a la baja tanto para 2023 como para 2024, en 0,2 y en 0,5 puntos porcentuales, respectivamente, debido principalmente a la publicación reciente de unas tasas más reducidas de lo esperado y a unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas. Sin embargo, las proyecciones de la inflación general para 2025 no se han revisado.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023](#).

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 se finalizaron a finales de noviembre y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 23 de noviembre de 2023. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

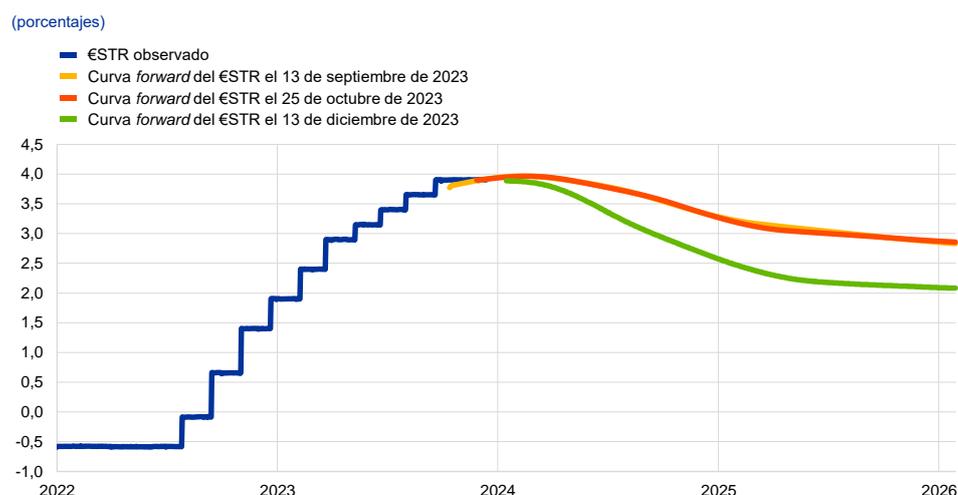
Durante el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, la evolución de los mercados financieros estuvo dominada por los efectos de contagio provenientes de las sustanciales fluctuaciones de los rendimientos de la deuda pública estadounidense y por unos datos de inflación más baja de lo previsto en la zona del euro. Las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales de la zona del euro para las próximas reuniones del Consejo de Gobierno, descontadas en los tipos libres de riesgo a corto plazo, se mantuvieron prácticamente estables entre las reuniones de septiembre y de octubre. Ello indicaba que los participantes en los mercados esperaban que los tipos de interés oficiales hubieran alcanzado su máximo y permanecieran sin variación durante un tiempo. Tras la reunión de octubre, dichas expectativas se desplazaron notablemente a la baja, dado que las tasas de inflación observadas fueron más reducidas de lo esperado y generaron expectativas de que la desinflación podría avanzar más rápido de lo previsto anteriormente. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se elevaron en un principio al propagarse a la zona del euro los aumentos de los tipos en EEUU a plazos equivalentes. Después, estos movimientos se revirtieron, ya que los tipos de interés de EEUU retrocedieron y los registros de inflación de la zona del euro se situaron por debajo de las expectativas. En conjunto, los tipos nominales libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro son marcadamente más bajos que antes de la reunión de septiembre. Los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron aproximadamente en la misma medida que los tipos de interés libres de riesgo y de manera bastante uniforme en toda la zona del euro. Los precios de los activos con riesgo cayeron al principio, lastrados por los mayores tipos de descuento. Sin embargo, se recuperaron con creces con el retroceso de los tipos y se situaron en niveles más elevados, en general, que en el momento de la reunión de septiembre. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente.

La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) se mantuvo prácticamente sin variación entre las reuniones del Consejo de Gobierno de septiembre y de octubre, pero desde entonces se ha desplazado notablemente a la baja (gráfico 15).

El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,9 % durante el período analizado. El €STR siguió de cerca el tipo de interés de la facilidad de depósitos, que el Consejo de Gobierno subió en 25 puntos básicos (del 3,75 % al 4 %) en su reunión de política monetaria celebrada el 14 de septiembre de 2023. El exceso de liquidez se redujo unos 79 mm de euros, hasta situarse en 3.584 mm de euros, principalmente como consecuencia de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la disminución del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo. Los tipos *forward* del OIS basados en el €STR que abarcan las próximas reuniones del Consejo de Gobierno se mantuvieron mayormente estables entre las reuniones de septiembre y de octubre. Esto indicaba que los participantes en los mercados esperaban que el ciclo de subidas de tipos hubiera alcanzado su máximo con el aumento de septiembre y que los tipos de interés oficiales permanecieran en los niveles actuales durante un

tiempo. En el período posterior a la reunión de octubre, los tipos *forward* se desplazaron notablemente a la baja, dado que los datos de inflación más reducida de lo previsto en la zona del euro, junto con las débiles perspectivas de crecimiento, llevaron a ajustar las perspectivas de inflación. El 13 de diciembre, la curva *forward* descontaba la primera bajada de 25 puntos básicos en la primavera de 2024, una probabilidad significativa de rebaja ya en la reunión de marzo, así como disminuciones acumuladas de unos 140 puntos básicos a lo largo de 2024.

Gráfico 15
Tipos *forward* del €STR



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

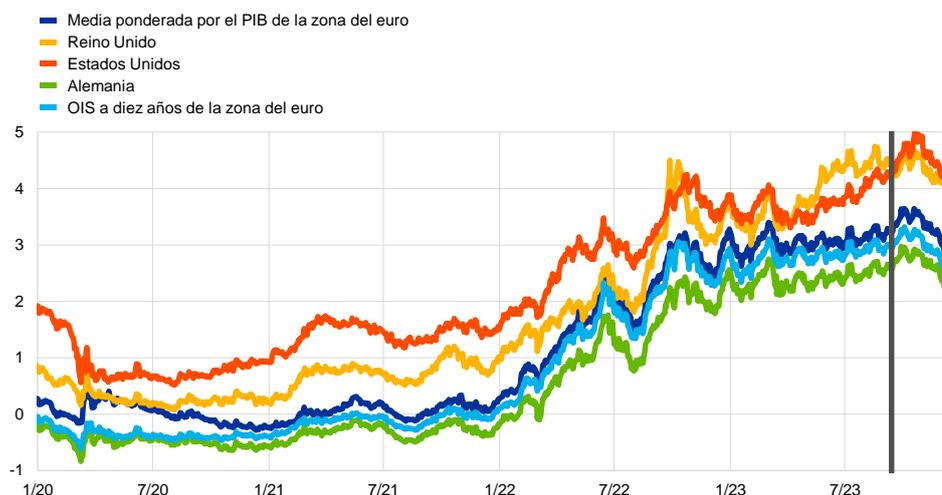
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro fluctuaron de forma apreciable, reflejando en gran medida los movimientos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo, y, al final del período, se situaron en niveles notablemente más bajos que antes de la reunión de septiembre (gráfico 16). Al comienzo del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se elevaron sustancialmente: a mediados de octubre, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 30 puntos básicos por encima del nivel registrado el día anterior a la reunión de septiembre. El principal factor determinante de este aumento habría sido el efecto de contagio proveniente de Estados Unidos, donde la subida de los tipos a largo plazo fue más acusada que en la zona del euro. Posteriormente, el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se revirtió con creces, pues los rendimientos de la deuda pública de EEUU descendieron de su máximo, los datos de inflación de la zona del euro sorprendieron a la baja y las perspectivas económicas se deterioraron. Al final del período de referencia, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 50 puntos básicos por debajo de su nivel de mediados de septiembre, en el 2,4 % aproximadamente. El rendimiento de la deuda pública a diez años de EEUU se redujo unos 25 puntos básicos hasta el 4 %, tras haber registrado un incremento de más de 70 puntos básicos anteriormente en el período de referencia, mientras que el rendimiento de la deuda

equivalente del Reino Unido cayó alrededor de 45 puntos básicos hasta situarse en torno al 3,8 %.

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 (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

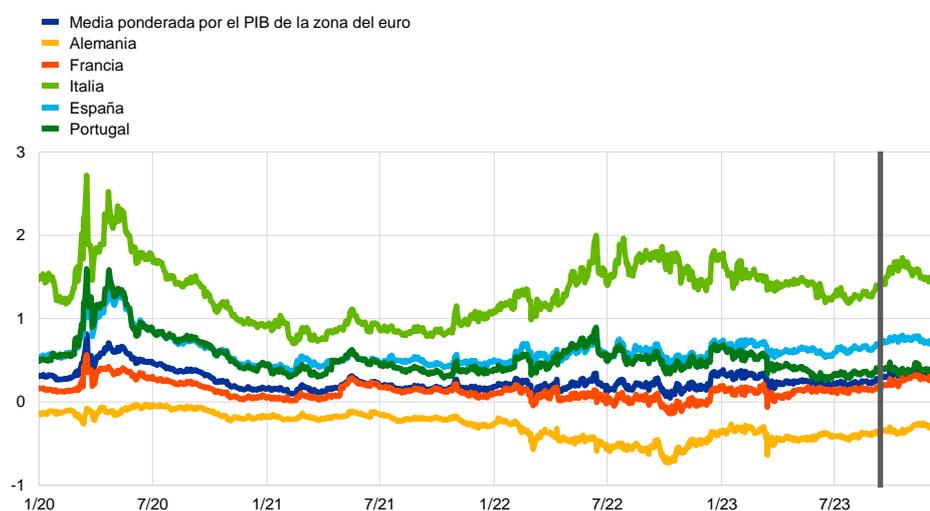
Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron prácticamente a la par y en magnitudes similares que los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17). El

rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB fue unos 40 puntos básicos inferior y se situó alrededor del 2,8 %. En el período de referencia, el diferencial de rendimiento medio de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo se incrementó ligeramente. Los diferenciales de la deuda soberana en la mayoría de los países de la zona del euro evolucionaron de manera similar. Una excepción fue el diferencial soberano griego, que disminuyó 10 puntos básicos dado que las calificaciones crediticias soberanas de Grecia se elevaron a grado de inversión. El diferencial soberano italiano aumentó anteriormente en el período de referencia y la mayor parte del incremento se revirtió después cuando las agencias de calificación confirmaron sus calificaciones para Italia.

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

Los diferenciales de los bonos corporativos se mantuvieron prácticamente sin variación en el período de referencia, en un entorno de percepción de riesgos positiva. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad siguieron los movimientos de los tipos de interés a largo plazo, aumentando significativamente en la primera mitad del período analizado y disminuyendo posteriormente. En cambio, los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de grado de inversión solo registraron fluctuaciones moderadas durante el período. Estos desarrollos son coherentes con el hecho de que el precio del riesgo de crédito de las empresas con calificaciones más bajas es más sensible a las variaciones de los tipos de interés. Ahora bien, si se adopta una perspectiva de más largo plazo (desde el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria en diciembre de 2021), los diferenciales de los bonos corporativos solo han aumentado moderadamente. La resiliencia del sector empresarial de la zona del euro ha contribuido a contener los costes de la financiación mediante valores de renta fija.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se revalorizaron durante el período de referencia, ya que la continua escalada observada en noviembre compensó con creces las pérdidas acumuladas anteriormente (gráfico 18). En el conjunto del período analizado, los índices bursátiles de la zona registraron un avance del 4,3 % y, desde noviembre, han compensado las pérdidas acumuladas hasta finales de octubre. El sentimiento de los mercados era débil inicialmente, dado que los tipos de interés a largo plazo y la incertidumbre geopolítica lastraban el comportamiento de la renta variable, pero después se recuperó cuando la prima de riesgo de las acciones disminuyó y los tipos de interés cayeron. El sector bancario tuvo un comportamiento mejor y ganó un 6 %, pues sus cotizaciones bursátiles continuaron beneficiándose de la distribución de beneficios a los accionistas. En cambio, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron

solo un 2,6 %, aunque mostraron una heterogeneidad considerable entre sectores. Las cotizaciones de los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el tecnológico y el inmobiliario, experimentaron algunas de las mayores fluctuaciones en el período de referencia. La evolución bursátil en Estados Unidos siguió una trayectoria similar, con un avance del índice amplio del 4,5 % y un comportamiento del sector bancario mejor que el de las sociedades no financieras.

Gráfico 18
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

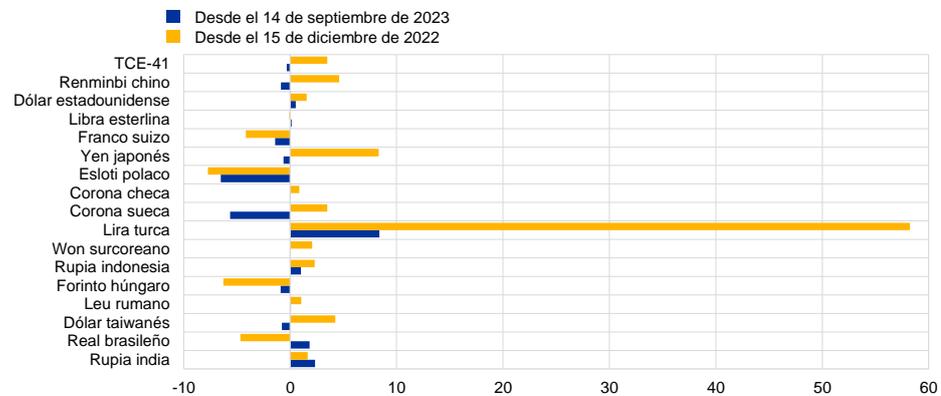
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 19). Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció un 0,3 %. Esta moderada pérdida de valor de la moneda única enmascara algunas fluctuaciones registradas durante el período debido a los cambios en las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los tipos de interés oficiales, particularmente en Estados Unidos. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las monedas de los principales socios comerciales, el euro se debilitó frente al renminbi chino (0,9 %) y al franco suizo (1,4 %), así como frente a las monedas de algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (6,5 % frente al esloti polaco y 5,6 % frente a la corona sueca). En cambio, el euro se apreció frente a la rupia india (2,3 %), la lira turca (8,4 %) y el dólar estadounidense (0,5 %). La revalorización frente al dólar reflejó el descuento de las expectativas de que la Reserva Federal mantenga sin variación los tipos de interés oficiales durante un largo período. Además, el hecho de que el IPC de Estados Unidos publicado a mediados de noviembre fuera inferior al esperado otorgó un apoyo adicional al euro, pese a que se vio compensado parcialmente por la publicación posterior del IAPC de la zona del euro, que también se situó por debajo de las expectativas.

Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 13 de diciembre de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

El endurecimiento de la política monetaria del BCE ha continuado transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. En octubre de 2023, los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares siguieron aumentando y alcanzaron los niveles más altos en casi quince años. En el mismo mes, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) también se elevó. En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones disminuyó significativamente. La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, que abarca el período entre abril y septiembre de 2023, indica un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación para este sector. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en octubre, como consecuencia de la subida de los tipos de interés, de la menor demanda de préstamos y del endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario siguió contrayéndose, con unas tasas interanuales próximas a mínimos históricos, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron aumentando en octubre de 2023, impulsados por las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos.

El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se elevó en octubre y alcanzó su nivel más alto en más de diez años, con una mayor heterogeneidad entre países (panel a del gráfico 20). Si bien la rentabilidad de los bonos bancarios comenzó a disminuir en noviembre, reflejo de la evolución de la curva de rendimientos (panel b del gráfico 20), los tipos de interés de los depósitos siguieron al alza de forma sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores. El amplio y creciente diferencial de tipos entre los depósitos a plazo y a la vista llevó a los depositantes a desplazar grandes volúmenes de sus tenencias de depósitos a la vista a depósitos a plazo y otros instrumentos con una remuneración más alta. Los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo se situaron cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Además, la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de los depósitos ha continuado siendo muy dispar entre entidades, debido, fundamentalmente, a las diferencias en términos de competencia, duración de los activos y pasivos de los bancos y regulación.

El proceso en curso de eliminación gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) ha contribuido a reducir el exceso de liquidez en un entorno en el que todavía era abundante en todo el sistema. Tras la liquidación del 20 de diciembre de 2023, el saldo vivo total de la financiación obtenida mediante la tercera serie de TLTRO (TLTRO III) se ha reducido en 1.721 billones de euros, hasta los 392 mm de euros. Esta cifra se sitúa un 81 % por debajo del saldo vivo registrado antes de la recalibración de la remuneración de estas operaciones llevada a cabo en octubre de

2022 (2.113 billones de euros)⁸. Para compensar la menor liquidez proporcionada por el BCE, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de valores representativos de deuda y de instrumentos del mercado monetario y han competido más activamente entre sí por los depósitos elevando la remuneración de estos productos. Los ahorradores han movido los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a otras que han subido los tipos de interés de estos instrumentos a un ritmo más rápido. El volumen de las emisiones de bonos bancarios, que para las entidades de crédito son más caros que los depósitos, se ha incrementado desde septiembre de 2022, en un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos a la vista.

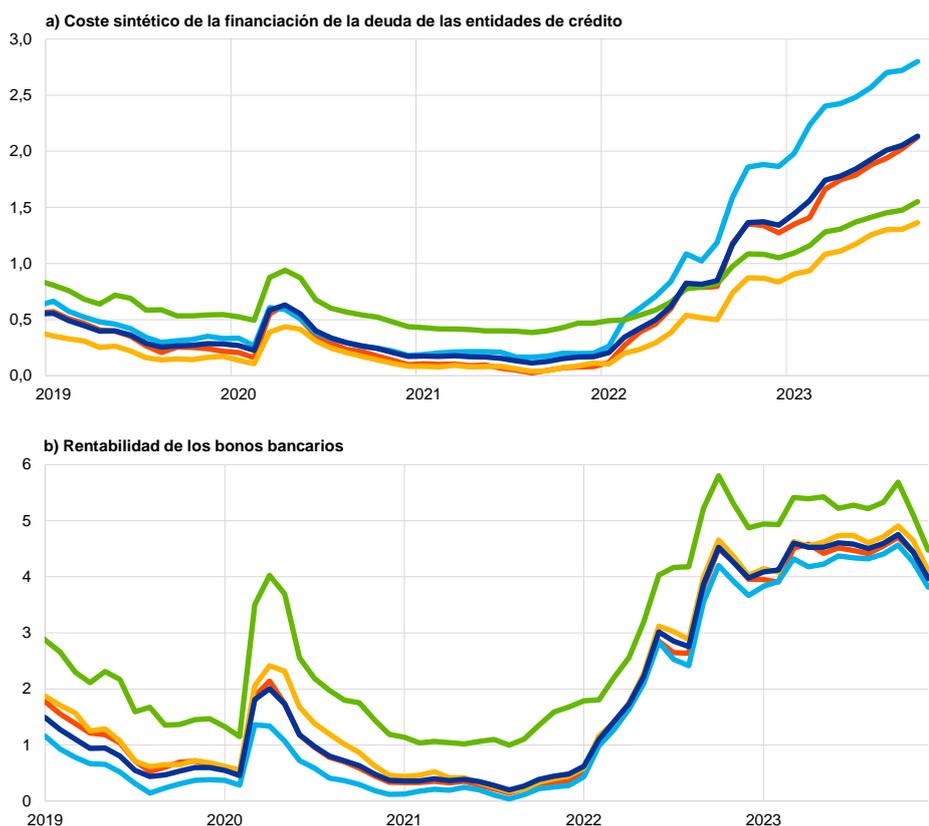
⁸ Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», *nota de prensa*, BCE, 27 de octubre de 2022.

Gráfico 20

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

(porcentajes)

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



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones se refieren a octubre de 2023 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 13 de diciembre de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los balances de las entidades de crédito han sido sólidos en general, pese a la debilidad del entorno económico. En la primera mitad de 2023, las entidades siguieron aumentando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). Un sistema bancario bien capitalizado es fundamental para asegurar la provisión sostenible de crédito a la economía real en condiciones adecuadas. A pesar del incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito, de los menores volúmenes de crédito y del deterioro de la calidad de los activos, la rentabilidad bancaria se benefició de los mayores márgenes de intermediación, con una heterogeneidad considerable entre países. El aumento de estos márgenes fue particularmente evidente en el caso de las entidades de países en los que predominan los préstamos a tipo variable y en los que los costes de financiación de los bancos han

repuntado en menor medida. Los préstamos dudosos de las entidades de crédito se mantuvieron en niveles bajos en el segundo trimestre de 2023, pero las tasas de morosidad relativas a exposiciones minoristas y frente a empresas ya han comenzado a elevarse, lo que apunta a nuevos incrementos de los préstamos dudosos. Las entidades pueden enfrentarse al riesgo de mayores dotaciones de provisiones si los riesgos para los sectores no financieros se materializan a causa de unas condiciones económicas peores de lo esperado.

En octubre de 2023, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares volvieron a aumentar, reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE y del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. Entre principios de julio de 2022 y septiembre de 2023, los tipos de interés oficiales del BCE subieron sustancialmente y con rapidez (450 puntos básicos en términos acumulados). Estas alzas dieron lugar a un incremento acusado de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares en todos los países de la zona del euro (gráfico 21). Los tipos aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) y a los hogares alcanzaron el nivel más alto en casi quince años, en un entorno de menor concesión de crédito y de endurecimiento de los criterios de aprobación. Desde mayo de 2022, es decir, antes de que el BCE diera señales de la primera subida de tipos del ciclo de endurecimiento actual, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se han elevado en torno a 350 puntos básicos y 210 puntos básicos, respectivamente. En octubre de 2023, los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas aumentaron hasta el 5,27 %, frente al 5,09 % de septiembre. Este aumento fue generalizado en todos los períodos de fijación de los tipos, registrándose las mayores alzas en los préstamos a más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para consumo se mantuvieron prácticamente sin variación y se situaron en el 7,90 % en octubre, al tiempo que los aplicados a las nuevas operaciones en la modalidad de «préstamos a hogares para otros fines», que incluye empresarios individuales, se elevaron hasta el 5,55 % en dicho mes, desde el 5,38 % de septiembre. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda solo registraron un ligero incremento y se situaron en el 3,91 % en octubre, en comparación con el 3,89 % de septiembre. Este menor ritmo de subida de tipos se debe a que el ciclo de endurecimiento se encuentra en una fase avanzada y a los mayores volúmenes de préstamos renegociados que han impulsado a la baja los tipos de interés de los nuevos préstamos en algunos países de la zona del euro⁹. Asimismo, fue mayor en las hipotecas a tipo flexible que en las contratadas a tipo fijo, observándose heterogeneidad entre países. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de octubre de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran algo por encima de los niveles de ese momento en los doce meses siguientes. Un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para

⁹ El objetivo de las negociaciones de préstamos es facilitar que el prestatario pueda hacer frente a los pagos futuros y asegurar que el prestamista reciba finalmente el reembolso de los fondos prestados.

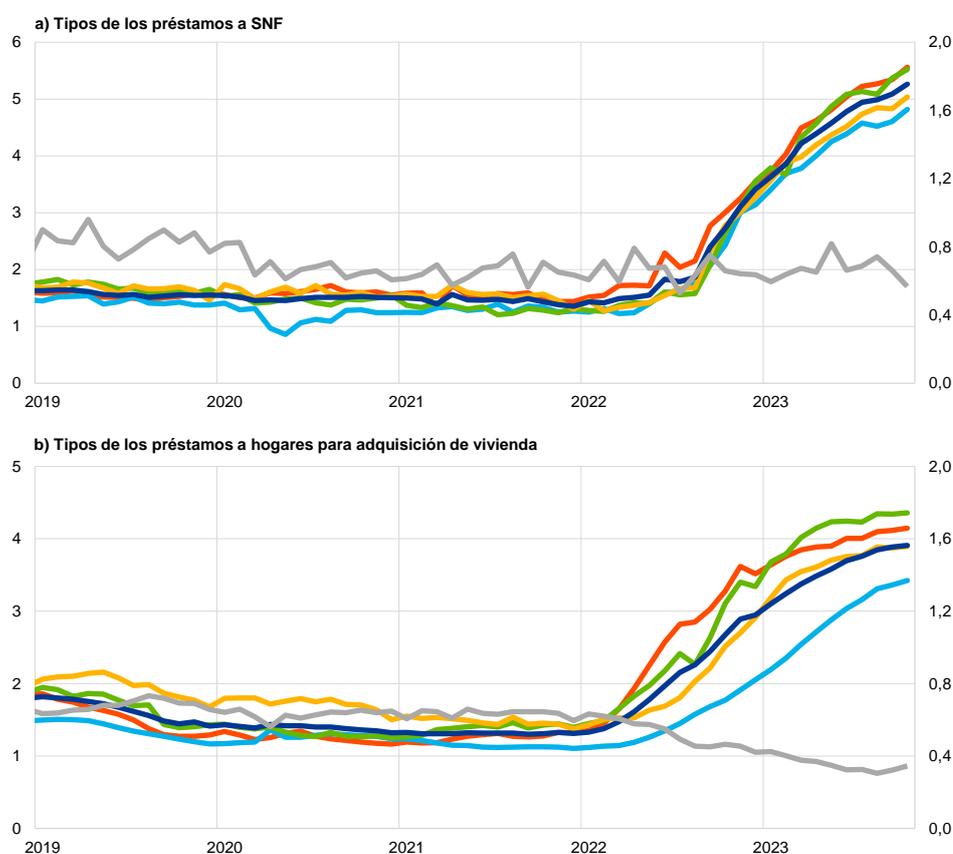
adquisición de vivienda en ese mismo período. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo en un nivel reducido (paneles a y b del gráfico 21).

Gráfico 21

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

(porcentajes; desviación típica)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

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

En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones disminuyó significativamente.

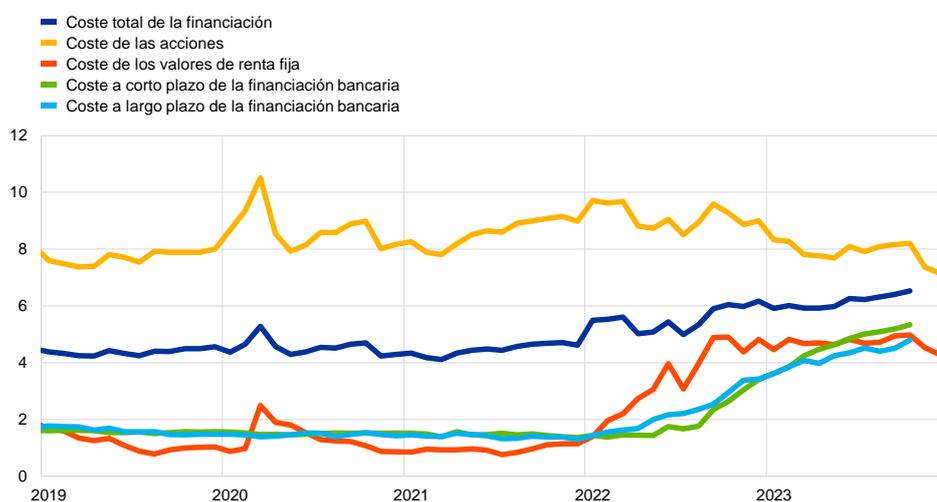
En octubre, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— marcó un máximo de varios años y alcanzó niveles que no se observaban desde el segundo semestre de 2010, tras haber registrado un incremento de 11 puntos básicos con respecto al mes anterior y

situarse en el 6,54 % (gráfico 22)¹⁰. Este aumento se debió principalmente al alza del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. Sin embargo, en el conjunto del período analizado (desde el 14 de septiembre hasta el 13 de diciembre de 2023), el coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se redujo. El menor coste de las acciones fue atribuible al descenso tanto de la prima de riesgo de estos valores como del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS —*overnight index swap*— a diez años). La caída del coste de los valores de renta fija fue casi idéntica a la que registró el tipo libre de riesgo, dado que los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación (véase sección 4).

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a octubre de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, estas siguieron indicando un aumento generalizado de los tipos de interés bancarios y de otros costes de la financiación bancaria durante el período comprendido entre abril y septiembre de 2023. En la última edición de la encuesta, un porcentaje neto del 86 % de las empresas participantes señaló un incremento de los tipos de interés bancarios, en comparación con el 87 % en la edición anterior (gráfico 23). Al mismo tiempo, un porcentaje neto históricamente alto de las empresas (el 58 %, frente al 53 % previo) indicó un aumento de otros costes de financiación (es decir, gastos y comisiones). La subida de los tipos de interés bancarios fue mencionada con carácter más generalizado por las grandes empresas, mientras que el ascenso de otros costes de los préstamos bancarios fue citado con mayor frecuencia por las pequeñas y medianas empresas (pymes). En términos netos, las empresas también

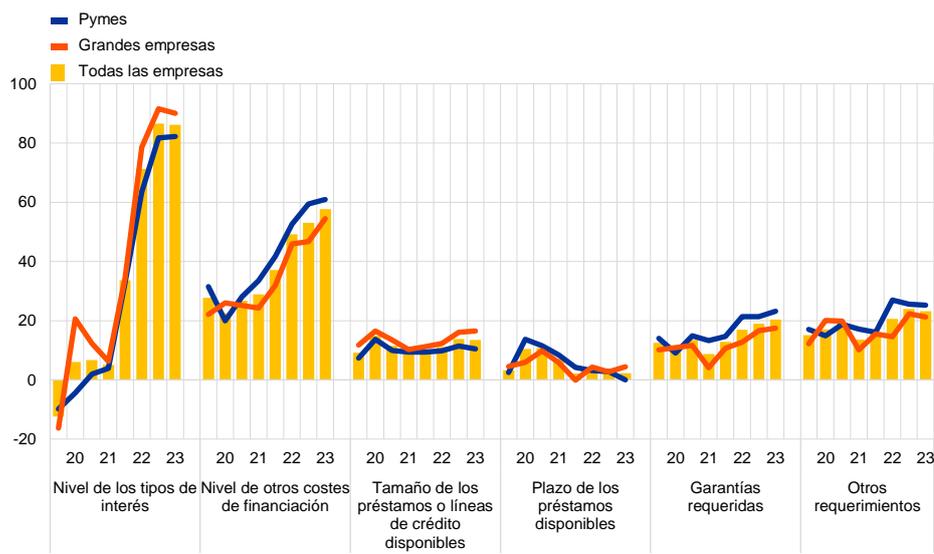
¹⁰ Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta octubre de 2023.

indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas. Pese a las condiciones de financiación más restrictivas, pocas empresas señalaron obstáculos para obtener un préstamo bancario.

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: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. 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 un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 22 a 29 de la encuesta (entre octubre de 2019-marzo de 2020 y abril de 2023-septiembre de 2023).

Las empresas también señalaron que la brecha de financiación había continuado ampliándose a un ritmo moderado y que esperaban que la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa se deteriorara en el futuro.

Según las empresas encuestadas, en la zona del euro, la brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la necesidad de financiación externa y la variación de su disponibilidad en todos los instrumentos financieros— era del 8 % (frente al 6 % en la edición anterior de la encuesta). Más grandes empresas que pymes señalaron un aumento de la brecha de financiación, debido a la mayor necesidad de financiación en la mayoría de instrumentos. De cara al futuro, las empresas eran ligeramente más pesimistas sobre la disponibilidad de financiación externa en los seis meses siguientes. Como consecuencia del actual endurecimiento de las condiciones del crédito bancario, un 18 % neto de las empresas esperaba un deterioro adicional del acceso a los préstamos bancarios en los seis meses siguientes, mientras que las cifras correspondientes al acceso a las líneas de crédito y a los valores representativos de deuda eran del 15 % y del 17 %, respectivamente. El número de pymes que preveían un deterioro del acceso tanto a los préstamos bancarios como a las líneas de crédito era mayor que el de grandes empresas. En cambio, el porcentaje de empresas que esperaban que la disponibilidad de valores representativos de deuda se deteriorara era más elevado en el caso de las grandes empresas que en el de las pymes.

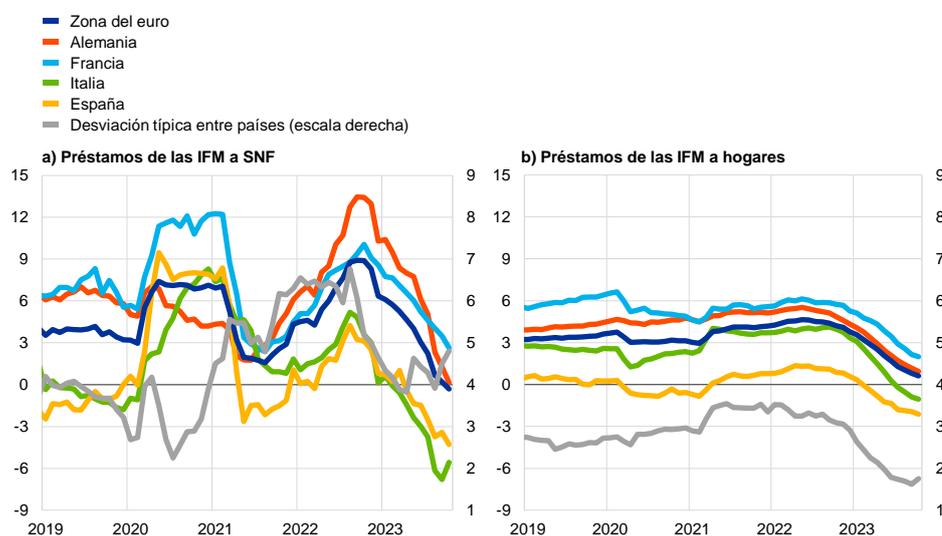
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF pasó a terreno negativo en octubre de 2023.

Esta tasa cayó hasta el $-0,3\%$ en octubre, desde el $0,2\%$ observado en septiembre (panel a del gráfico 24), en un entorno de considerable heterogeneidad entre países y plazos. La desaceleración reflejó el acusado descenso de la demanda de crédito, que se debió en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a los consiguientes recortes en los planes de gasto, y también de la oferta de crédito, como sugería el endurecimiento adicional de los criterios de aprobación en el tercer trimestre de 2023. La dinámica a corto plazo se mantuvo contenida, según se deduce de los flujos mensuales, que fueron negativos, en promedio, en los tres meses hasta octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares cayó hasta el $0,6\%$ en octubre, desde el $0,8\%$ observado en septiembre (panel b del gráfico 24), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito y de tipos de interés más elevados. La disminución estuvo determinada principalmente por los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras que los préstamos para consumo tuvieron una resiliencia mayor, a pesar del endurecimiento de los criterios de concesión y de la caída de la confianza de los consumidores. La dinámica a corto plazo apenas muestra nuevas operaciones de préstamo netas en los tres últimos meses.

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 (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

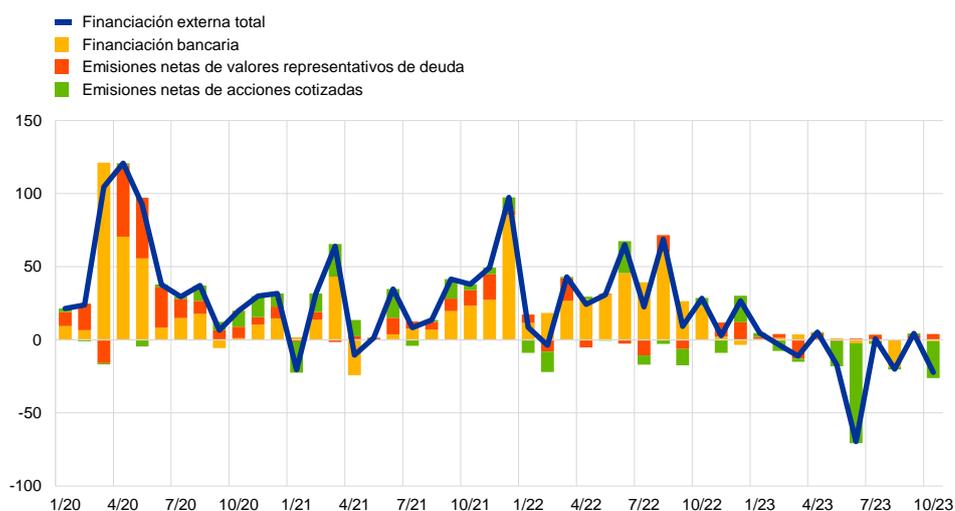
El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro fue débil en el tercer trimestre de 2023 y en octubre, reflejo de los bajos niveles de financiación mediante deuda. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del $0,5\%$ en junio de 2023 al $-0,7\%$ en octubre

(gráfico 25). A diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de debilidad del crédito, las emisiones de bonos corporativos no compensaron el descenso de los préstamos bancarios. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, y las empresas también llevaron a cabo recompras de acciones para impulsar la rentabilidad para los accionistas.

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 titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

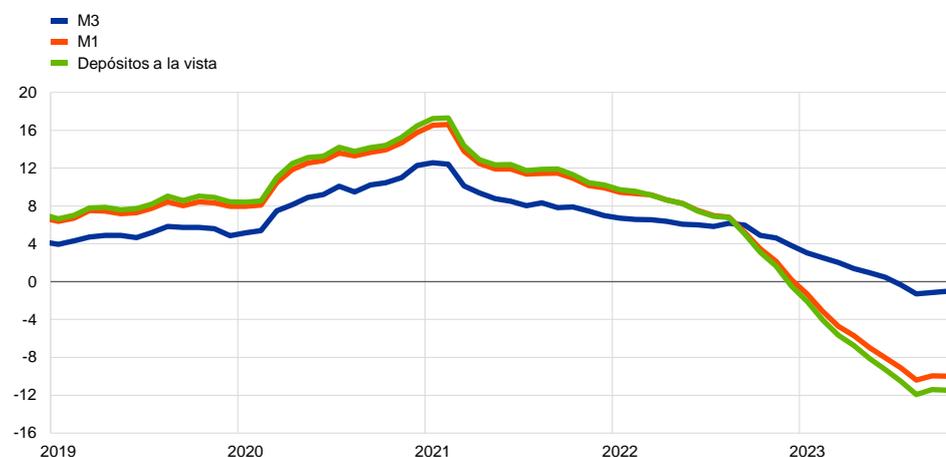
El desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo se intensificó en octubre.

El crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió cayendo a tasas de doble dígito en octubre y se situó en el $-11,5\%$, frente al $-11,4\%$ de septiembre (gráfico 26). La subida de los tipos de interés ha dado lugar a un amplio y creciente diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los tipos de los depósitos a la vista, dado que los segundos se han ajustado más lentamente que los primeros a las variaciones de los tipos de interés oficiales, en línea con los ciclos de endurecimiento anteriores. Esta situación ha elevado el coste de oportunidad de mantener activos líquidos y está impulsando el desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo. En el caso de los hogares, en octubre se registraron los mayores movimientos mensuales de depósitos a la vista a depósitos a plazo desde que comenzó el ciclo de endurecimiento. Las empresas cambiaron de un instrumento al otro a un ritmo más rápido, al igual que en la primera mitad de 2023.

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 2023.

El crecimiento monetario siguió contrayéndose en octubre de 2023 (con unas tasas interanuales próximas a mínimos históricos recientes), debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro se situó en el -1% en octubre, frente al $-1,2\%$ registrado en septiembre (gráfico 26). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) disminuyó a tasas de doble dígito, y la dinámica general de contracción monetaria se vio reforzada por los desplazamientos de carteras. La tasa de octubre se situó en el -10% , un nivel algo inferior al $-9,9\%$ observado en septiembre. Como en meses anteriores, la reducción del balance del Eurosistema y las adquisiciones de bonos bancarios por parte del sector tenedor de dinero continuaron teniendo un efecto contractivo en la dinámica monetaria. Además, los reembolsos de las TLTRO y el mayor coste de oportunidad que supone para los depositantes mantener activos líquidos están llevando a las entidades a emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3. Asimismo, la dinámica monetaria se ha visto cada vez más sostenida por las compras de deuda pública por parte de entidades de crédito y de inversores extranjeros, lo que aporta nuevo dinero al sistema, y por un creciente superávit de la balanza por cuenta corriente, que da lugar a mayores flujos monetarios procedentes del resto del mundo.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro habría mejorado moderadamente en 2023. Asimismo, se espera que registre una mejora moderada en 2024 y solo marginal en 2025 y 2026. Como reflejo, en general, de esta evolución, es probable que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endureciera de forma mesurada en 2023 y se prevé que sea significativamente más restrictiva en 2024. En los dos años siguientes, continuaría endureciéndose, pero muy levemente. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 89 % estimado para 2023 hasta alrededor del 88 % en 2026, lo que representa una ralentización de la caída observada desde los niveles máximos alcanzados durante la pandemia. Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Es importante que los Estados miembros lleguen pronto a un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE.

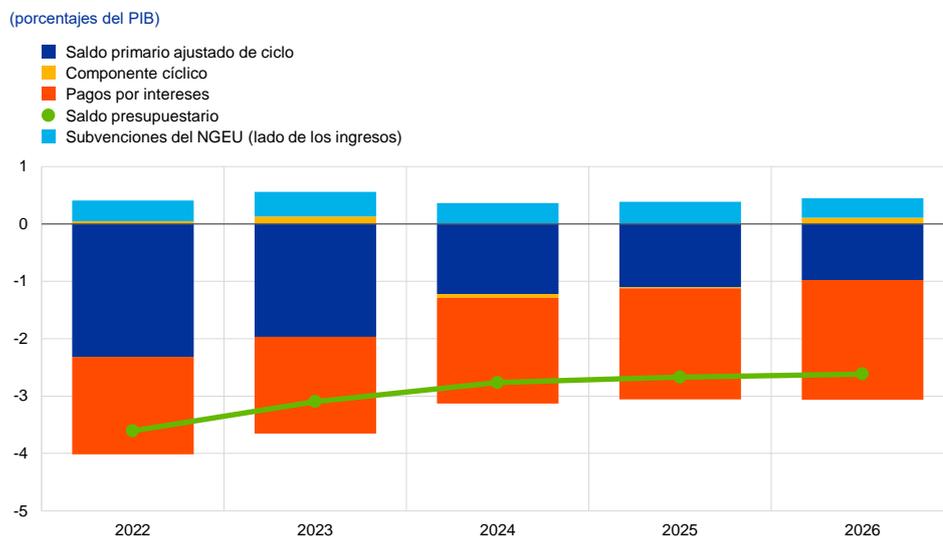
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará lentamente durante todo el horizonte de proyección¹¹. De acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro habría descendido hasta el 3,1 % del PIB en 2023 y seguirá disminuyendo hasta situarse en el 2,8 % del PIB en 2024, el 2,7 % en 2025 y el 2,6 % en 2026 (gráfico 27). Esta senda estaría impulsada, sobre todo, por la reducción de los saldos primarios ajustados de ciclo negativos, mientras que se espera que el componente cíclico se mantenga bastante estable a lo largo del horizonte de proyección. Se prevé que los pagos por intereses aumenten ligeramente durante dicho horizonte, pero el incremento será moderado en comparación con el de los tipos de interés de mercado, ya que la transmisión se producirá de forma gradual debido a los largos vencimientos residuales de la deuda soberana, cuya media de la zona del euro actualmente se sitúa justo por debajo de ocho años (frente a 6,5 años en 2015). La disminución del déficit primario ajustado de ciclo, que se concentra en 2023 y 2024, obedece en gran medida a la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación se van atenuando. Actualmente se estima que, en el conjunto de la zona del euro, estas medidas supusieron el 1,3 % del PIB en 2023, así como que se reducirán de forma sustancial hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,1 % del PIB en 2025 y 2026. Esta mejora del saldo primario ajustado de ciclo también se ha visto influida por la reciente decisión del Tribunal Constitucional Federal alemán sobre el uso de los créditos de emergencia y el impacto en el «freno

¹¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2023.

de la deuda». Con todo, sigue habiendo incertidumbre en torno a este impacto, dado que el presupuesto federal de Alemania para 2024 aún no se ha cerrado.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023.

Notas: El saldo primario ajustado de ciclo se ajusta de subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU) por el lado de los ingresos. Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario habría aumentado marginalmente (0,1 puntos porcentuales) en 2023, se mantiene sin cambios en 2024 y experimenta un incremento moderado de 0,3 puntos porcentuales en 2025. Estas correcciones tienen su origen en una revisión al alza del componente cíclico durante todo el horizonte de proyección (de 0,4 puntos porcentuales al año), que en 2023 y 2024 se ve compensada casi íntegramente por un saldo primario ajustado de ciclo más negativo. En 2025, sin embargo, esta revisión se compensa en menor medida. La contribución del gasto por intereses no varía durante dicho horizonte.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurecerá moderadamente durante el horizonte de proyección, sobre todo en 2024¹². La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2023 y 2024 en su conjunto, conforme se van retirando gran parte de las medidas de apoyo introducidas en 2022 en respuesta a los precios de la energía y a la inflación. Con

¹² 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 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.

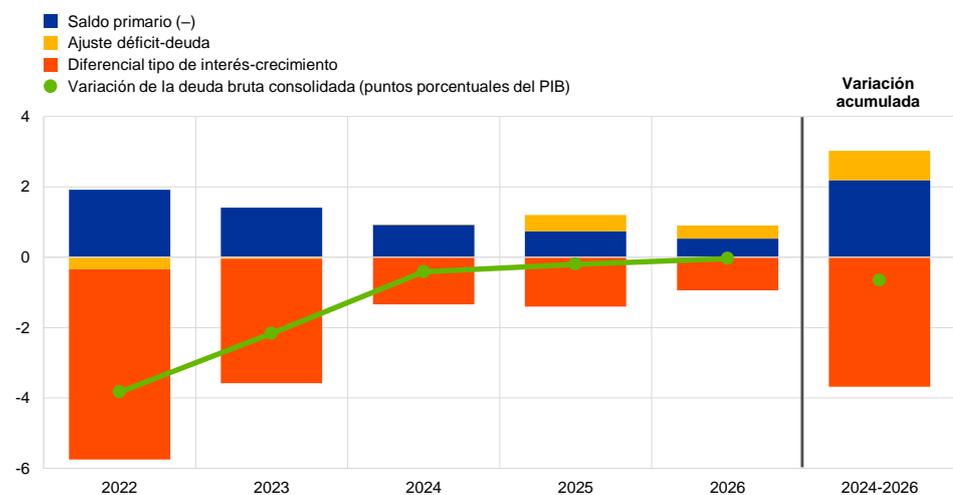
todo, si se tienen en cuenta las medidas adoptadas en el pasado, incluidas las implementadas para hacer frente a la irrupción de la pandemia en 2020 y, más recientemente, a la perturbación energética e inflacionista, se espera que el nivel de apoyo fiscal en la zona del euro siga siendo, en gran medida, acomodaticio en todo el horizonte de proyección. El leve endurecimiento esperado de la orientación de la política fiscal en 2025 y 2026 apenas altera esta valoración global.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia y que disminuya lentamente desde el 88,7 % estimado para 2023 hasta el 88,1 % en 2026. La ratio de deuda aumentó unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 %, en 2020, pero desde entonces ha ido descendiendo de forma gradual y se espera que siga disminuyendo durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo sustancialmente más lento. El descenso previsto se basa en unos diferenciales decrecientes, aunque todavía negativos, entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal, que se ven compensados en parte por la persistencia de los déficits primarios y por los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda en la segunda mitad del horizonte de proyección (gráfico 28).

Gráfico 28

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 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían continuar revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. En la [declaración](#) del Eurogrupo del 7 de diciembre se instaba a los Estados miembros que siguen aplicando medidas de calado a eliminarlas gradualmente lo antes posible en 2024 y a destinar el ahorro resultante a la reducción del déficit. El Eurogrupo consideraba que, si bien las políticas deberían seguir respondiendo con agilidad en vista de la incertidumbre imperante, una orientación fiscal general

restrictiva para la zona del euro en 2024 era adecuada para reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas y evitar una intensificación de las presiones inflacionistas. Además de lo anterior, será importante que las políticas fiscales se orienten a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. La mejor manera de alcanzar este objetivo es mediante un marco sólido de coordinación y supervisión de las políticas económicas y presupuestarias de la UE. En su [dictamen](#) del 5 de julio de 2023 sobre una propuesta para la reforma de la gobernanza económica de la Unión, el BCE pedía a los legisladores de la UE que llegaran a un acuerdo para reformar el marco de gobernanza económica cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023¹³.

¹³ El 21 de diciembre de 2023 —y, por tanto, después de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre a la que se hace referencia en este Boletín Económico—, el Consejo Europeo alcanzó un [acuerdo](#) sobre la reforma de la gobernanza económica de la UE que abre las puertas a un trío entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.

Recuadros

1 Condiciones financieras del mercado de deuda pública de Estados Unidos y reacciones de los mercados internacionales a la política monetaria de la Reserva Federal

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu y Peter McQuade

El mercado de deuda pública de Estados Unidos es el más grande y líquido del mundo. Con un saldo vivo de valores superior a los 25 billones de dólares, este mercado se utiliza para financiar el Gobierno estadounidense y desempeña un papel central en la aplicación de la política monetaria de la Reserva Federal. Los valores del Tesoro de EEUU también son una referencia fundamental para la financiación del sector privado de ese país y de los mercados internacionales. Por tanto, los cambios en las condiciones de liquidez de este mercado pueden tener consecuencias notables para los mercados financieros internacionales.

Recientemente, la liquidez del mercado de valores del Tesoro estadounidense se ha reducido debido a una combinación de factores. El gráfico A (panel a) muestra la evolución de la liquidez del mercado de deuda pública en una selección de economías avanzadas y en EEUU, medida por el diferencial denominado *spline spread*, definido como el error medio de ajuste de una curva de rendimientos con una interpolación *spline*. Este diferencial sirve de aproximación (*proxy*) de las oportunidades de arbitraje en un mercado de deuda, donde los valores más elevados van asociados a una menor liquidez del mercado¹. El correcto funcionamiento del mercado de deuda pública estadounidense se ha visto sometido a prueba en varias ocasiones en los últimos años, particularmente en marzo de 2020 al comienzo de la pandemia. Más recientemente, el endurecimiento de la política monetaria (incluida la menor absorción de valores del Tesoro de EEUU por parte de la Reserva Federal, como muestra la línea azul del panel b del gráfico A) y la considerable incertidumbre sobre la inflación y el crecimiento económico habrían contribuido probablemente al descenso de la liquidez y al aumento de la sensibilidad de los mercados de deuda soberana internacionales y de Estados Unidos².

¹ La liquidez también presenta una relación inversa con la volatilidad, dado que, *ceteris paribus*, cuando la volatilidad es elevada, los creadores de mercado amplían sus diferenciales entre los precios de compra y los de venta (*bid-ask spreads*), lo que determina una menor profundidad del mercado dado el aumento de riesgo asociado a la toma de una posición. Véase M. Fleming, «[How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?](#)», *Liberty Street Economics*, 17 de octubre de 2023.

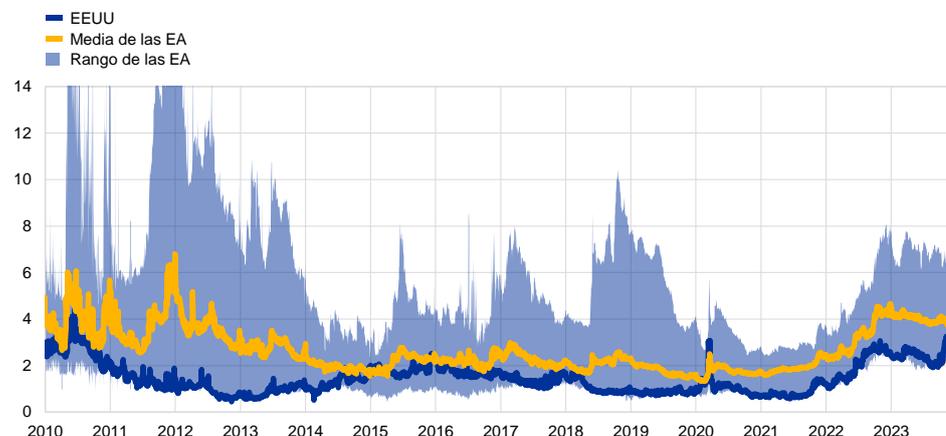
² Para información detallada sobre los factores que contribuyen al bajo nivel de liquidez actual, véanse [Quarterly Review](#), Banco de Pagos Internacionales (BPI), septiembre de 2023; [Informe sobre la estabilidad financiera mundial](#), Fondo Monetario Internacional, octubre de 2023, capítulo 1, y D. Duffie, «[Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#)», *BIS Working Papers*, n.º 1138, BPI, octubre de 2023.

Gráfico A

Evolución de la liquidez en los mercados de deuda soberana

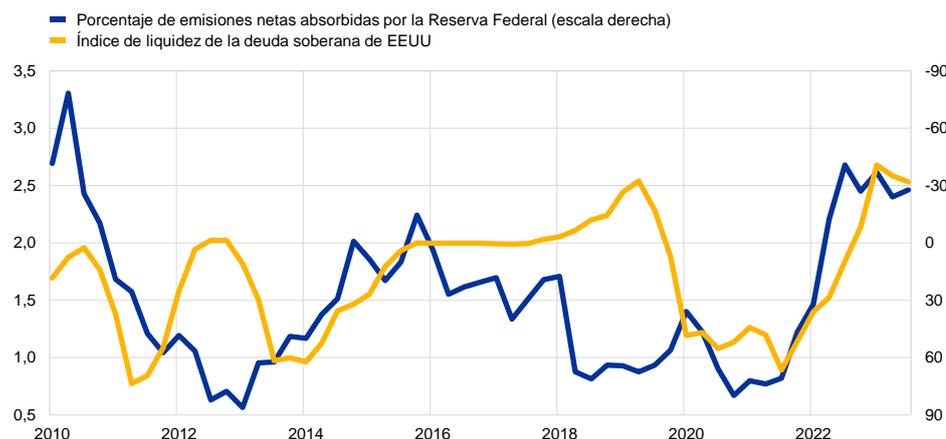
a) *Spline spreads* de la deuda soberana de EEUU y de otras economías avanzadas

(porcentajes)



b) *Spline spreads* de la deuda soberana de EEUU y absorción de emisiones de deuda por parte de la Reserva Federal

(escala izquierda: valores del índice; escala derecha: porcentajes [invertida])



Fuentes: Bloomberg, Haver y BCE.

Notas: Panel a: Las líneas de *spline spread* miden la suma de los valores absolutos de la desviación entre la curva de rendimientos observada y una interpolación *spline* cúbica. Este indicador refleja la presencia de oportunidades de arbitraje, una característica de los mercados ilíquidos, y es uno de los distintos indicadores de liquidez del mercado que suelen presentar una correlación elevada con el resto. Un aumento del diferencial indica una menor liquidez. Otras economías avanzadas (EA) incluyen Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, España y Reino Unido. En 2011-2012, los valores máximos del *spline spread* alcanzaron un nivel de unos 25 puntos básicos, pero esto no se muestra en el gráfico para facilitar su lectura. Panel b: el porcentaje de emisiones netas absorbidas por la Reserva Federal se calcula como una media de cuatro trimestres. El índice de liquidez muestra el error medio del conjunto de valores del Tesoro estadounidense con vencimiento residual de un año o más. La escala derecha se ha invertido, ya que los valores más altos indican menor absorción de las emisiones del Tesoro.

Últimas observaciones: panel a: 15 de diciembre de 2023; panel b: tercer trimestre de 2023.

La actividad de los fondos apalancados en el mercado de futuros de deuda pública estadounidense también podría estar aumentando la sensibilidad del mercado a información nueva. Las posiciones cortas netas de los fondos apalancados en el mercado de futuros de deuda pública de EEUU han alcanzado niveles históricamente elevados de unos 650 mm de dólares, de los cuales

alrededor de 300 mm de dólares tienen un vencimiento de dos años (gráfico B)³. Esto puede estar relacionado con varias estrategias de negociación, como la basada en posiciones de efectivo y de futuros (*cash-futures basis trade*) o las operaciones direccionales que apuestan por subidas de tipos⁴. Aunque en principio esta actividad podría ayudar a mantener la liquidez en el mercado al contado de valores del Tesoro, se ha sugerido que, a veces, podría intensificar su sensibilidad⁵.

Gráfico B

Posiciones especulativas en futuros de valores del Tesoro de EEUU mantenidas por fondos apalancados

Posición neta en futuros de valores del Tesoro de EEUU

(mm de USD)



Fuentes: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission y BCE.

Notas: El gráfico muestra la suma de las posiciones netas en futuros de valores del Tesoro de EEUU a dos, cinco y diez años mantenidas por fondos apalancados. Las posiciones netas indican el valor de las posiciones largas menos el valor de las cortas. Última observación: 15 de diciembre de 2023.

El efecto de una perturbación de política monetaria en Estados Unidos sobre el precio de los bonos puede variar en función de las condiciones del mercado de deuda pública estadounidense. Los análisis empíricos exploran si las condiciones de este mercado podrían influir en la intensidad del impacto de una perturbación de política monetaria en EEUU sobre el mercado de deuda. La especificación empírica se centra en el efecto de las perturbaciones de política monetaria en Estados Unidos porque suelen ser un importante factor determinante de las condiciones financieras globales. Se utilizan métodos de proyecciones locales

³ Los fondos apalancados suelen ser fondos de inversión libre (*hedge funds*) cuyas estrategias pueden incluir la toma de posiciones en firme o el arbitraje tanto dentro de los mercados como entre ellos. Una posición corta en un contrato de futuros sobre bonos es rentable si baja el precio del bono.

⁴ La negociación basada en posiciones de efectivo y de futuros supone tomar una posición corta en futuros de valores del Tesoro, una posición larga en efectivo y financiar la operación en el mercado de *repos*. Se ha vinculado a la grave situación de falta de liquidez del mercado de valores del Tesoro estadounidense conocida como *dash for cash* (búsqueda rápida de liquidez) que se produjo en marzo de 2020. Véanse A. Vissing-Jorgensen, «The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve», *Journal of Monetary Economics*, vol. 124, noviembre de 2021, pp. 19-47, y S. Schrimpf, H. S. Shin y V. Sushko, «Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis», *BIS Bulletin*, n.º 2, BPI, abril de 2020.

⁵ Por ejemplo, el aumento de la sensibilidad podría estar relacionado con el hecho de que esas estrategias de negociación tienen, por lo general, un nivel elevado de apalancamiento y de exposición a las variaciones de los tipos *repo* y de los márgenes de los futuros. Véanse también F. Avalos y V. Sushko, «Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures», *BIS Quarterly Review*, BPI, septiembre de 2023, recuadro A, y D. Barth, R. J. Kahn y R. Mann, «Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, agosto de 2023.

para examinar cómo los efectos sobre los mercados de deuda varían en función de las condiciones del mercado estadounidense. Se analizan dos tipos de relaciones de dependencia. La primera examina si el impacto de la política monetaria estadounidense es distinto dependiendo del nivel de liquidez del mercado de deuda pública de EEUU, medido por el *spline spread*, es decir, la diferencia entre la curva de rendimientos observada y una curva con interpolación *spline* (como se muestra en el gráfico A). La segunda examina si el efecto de la política monetaria de dicho país cambia en función del tamaño de las posiciones netas mantenidas por fondos apalancados en contratos de futuros de valores del Tesoro estadounidense (como se indica en el gráfico B). Las perturbaciones de política monetaria en EEUU se identifican con un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) diario utilizando restricciones de signo y se ajustan a un endurecimiento de 10 puntos básicos, en promedio, de los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años durante una semana⁶. La estimación mediante proyecciones locales incorpora las variaciones de la volatilidad de los mercados bursátiles y la actividad económica, e incluye una variable ficticia (*dummy*) para tener en cuenta el período de pandemia.

El análisis sugiere que el impacto de una perturbación de política monetaria en Estados Unidos es mayor cuando la liquidez del mercado es baja o cuando las posiciones cortas apalancadas son elevadas.

En Estados Unidos, el efecto de un *shock* de política monetaria sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro a dos años es mayor cuando la liquidez del mercado de deuda es relativamente baja (panel a del gráfico C)⁷. Esta conclusión es consistente con estudios previos que sugieren que los mercados financieros tienden a volverse más sensibles a la información cuando su liquidez es limitada⁸. Del mismo modo, el efecto de una perturbación de política monetaria en Estados Unidos sobre los rendimientos de los bonos a dos años del país suele ser mayor cuando los fondos apalancados tienen posiciones cortas netas relativamente elevadas en futuros de valores del Tesoro (panel b del gráfico C)⁹. Los intervalos de confianza del 68 % de los efectos estimados se solapan ligeramente, lo que indica que, pese a que la sensibilidad de los mercados a las perturbaciones varía en función del volumen de las posiciones cortas, no siempre se observa una diferencia significativa en esos efectos.

⁶ Para información más detallada sobre el modelo BVAR diario, véase L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, «[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)», *Working Paper Series*, n.º 2560, BCE, mayo de 2021.

⁷ Una perturbación de política monetaria en Estados Unidos de una magnitud correspondiente a un impacto de 10 puntos básicos, en promedio, en los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años da lugar a un incremento de unos 13 puntos básicos en los rendimientos de los bonos a dos años después de una semana cuando el nivel de liquidez es bajo, pero el incremento es de alrededor de 7 puntos básicos cuando la liquidez del mercado de deuda es relativamente elevada.

⁸ Véanse, por ejemplo, R. Guimaraes, G. Pinter y J. C. Wijnandts, «[The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#)», *Staff Working Papers*, n.º 1045, Banco de Inglaterra, octubre de 2023; N. de Vette, B. Klaus, S. Kördel y A. Sowiński, «[Why market and funding liquidity matter and how they interact](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2023, artículo monográfico A, sección 2, y T. Adrian y H. S. Shin, «[Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#)», *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, n.º 1, Federal Reserve Bank of New York, enero/febrero de 2008.

⁹ Las estimaciones apuntan a una subida de alrededor de 12 puntos básicos en los rendimientos de los bonos del Tesoro a dos años en respuesta a una perturbación de política monetaria cuando las posiciones cortas netas de los fondos apalancados son elevadas, frente a un aumento de unos 9 puntos básicos cuando esas posiciones cortas son relativamente reducidas.

Gráfico C

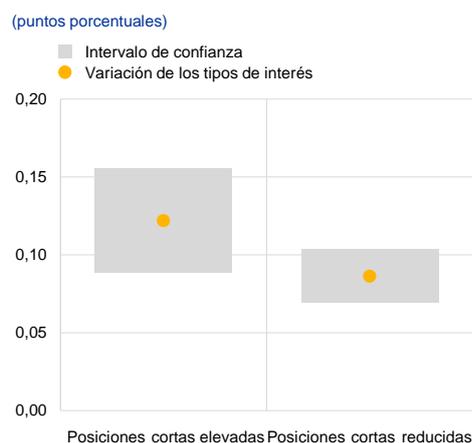
Impacto de una perturbación de política monetaria en Estados Unidos en función de las condiciones del mercado de deuda pública estadounidense

Respuesta estimada de los tipos de interés de la deuda pública de EEUU a dos años en función de:

a) Liquidez del mercado de deuda de EEUU



b) Posiciones cortas netas en valores del Tesoro de EEUU



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv y BCE.

Notas: Los puntos amarillos representan la variación media estimada de los tipos de interés de la deuda pública de EEUU a dos años como consecuencia de una perturbación de política monetaria. La perturbación corresponde a un aumento de unos 10 puntos básicos de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años durante una semana y se estima con un modelo BVAR diario utilizando una combinación de restricciones de signo y de magnitud relativa. Las funciones de impulso-respuesta se muestran en el momento del impacto y se estiman utilizando proyecciones locales que tienen en cuenta las relaciones de dependencia, según lo indicado en V. Ramey y S. Zubairy, «Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data», *Journal of Political Economy*, vol. 126(2), abril de 2018, pp. 850-901, donde se supone que el parámetro γ de la transición de las relaciones de dependencia es 2. En la estimación se emplean datos semanales del período 2010-2023, en los que se tiene en cuenta la actividad económica, las condiciones de financiación, los tipos de interés y la incertidumbre de los mercados (que se miden por el índice de sorpresas económicas de Citigroup, el diferencial entre los tipos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años y a dos años, el índice de condiciones financieras, el VIX y el MOVE), y se incluye una variable ficticia *dummy* para el estallido de la pandemia durante febrero-mayo de 2020. Las relaciones de dependencia se definen en función de la liquidez del mercado de deuda pública de Estados Unidos (panel a) y de las posiciones netas en futuros de valores del Tesoro estadounidense mantenidas por los fondos apalancados (panel b). Las zonas sombreadas se refieren a intervalos de confianza del 68 % basados en errores estándar de Newey-West.

Última observación: septiembre de 2023.

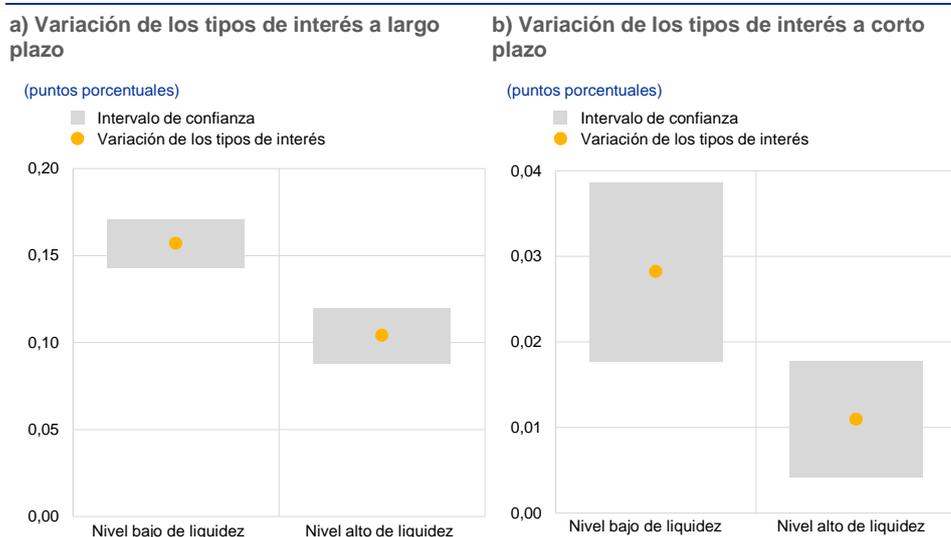
Los resultados también aportan cierta evidencia de que las condiciones del mercado de deuda pública de Estados Unidos pueden amplificar las reacciones de los mercados de deuda de otros países a la política monetaria estadounidense.

Se llega a la conclusión de que el efecto de una perturbación de política monetaria en EEUU sobre los mercados de deuda de otras economías avanzadas es ligeramente mayor cuando las condiciones de liquidez del mercado de deuda pública estadounidense son más restrictivas de lo normal (paneles a y b del gráfico D)¹⁰. Esto podría estar relacionado con el papel significativo que desempeñan los valores del Tesoro estadounidense en diversas estrategias de negociación y en la fijación de precios de referencia (*benchmark*), así como con el hecho de que un deterioro de la liquidez en los mercados de EEUU podría estar también relacionado con un descenso de la liquidez en los mercados internacionales.

¹⁰ Una perturbación de política monetaria en Estados Unidos se asocia a un aumento de unos 16 puntos básicos en los rendimientos de los bonos a largo plazo y de alrededor de 3 puntos básicos en los tipos a corto plazo de otros países, cuando la liquidez del mercado de deuda pública estadounidense es menor de lo normal, en comparación con subidas de en torno a 10 y a 1 puntos básicos, respectivamente, en condiciones normales de liquidez.

Gráfico D

Respuesta estimada de los tipos de interés en otras economías avanzadas a una perturbación de política monetaria en Estados Unidos en función de las condiciones de liquidez del mercado de deuda pública estadounidense



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv y BCE.

Notas: Los puntos amarillos representan la variación media estimada de los tipos de interés a largo plazo (panel a) y los tipos a corto plazo (panel b) de las economías avanzadas como consecuencia de una perturbación de política monetaria en Estados Unidos. La perturbación corresponde a un aumento de unos 10 puntos básicos de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años durante una semana y se estima con un modelo BVAR diario utilizando una combinación de restricciones de signo y de magnitud relativa. Las funciones de impulso-respuesta se muestran después de una semana y se estiman para el período 2010-2023 con proyecciones locales que tienen en cuenta las relaciones de dependencia. Las estimaciones de coeficientes de las proyecciones locales se presentan condicionadas a la situación del mercado de deuda pública estadounidense. Las condiciones de liquidez del mercado de deuda pública de Estados Unidos se definen utilizando una aproximación (*proxy*) basada en los errores medios de los rendimientos de los bonos del Tesoro calculados a partir de una curva de rendimientos de bonos del Tesoro ajustada. Entre los controles adicionales se incluyen el índice de volatilidad de los mercados de renta variable VIX, los índices de sorpresas económicas de Citigroup en Estados Unidos y a nivel mundial, y los retardos de la variable dependiente. Las zonas sombreadas se refieren a intervalos de confianza del 68 % basados en errores estándar de Newey-West. Última observación: septiembre de 2023.

En conjunto, el análisis empírico sugiere que las reacciones a la política monetaria de Estados Unidos de los mercados de deuda tanto internos como internacionales podrían ser más intensas cuando se cumplen determinadas condiciones en el mercado de deuda pública estadounidense. Estos resultados podrían ayudar a explicar parte de los ajustes relativamente sustanciales que se observaron en las rentabilidades de los valores del Tesoro de EEUU durante 2023, dado que la disminución de la liquidez del mercado de deuda pública podría ser uno de los factores que ha contribuido a aumentar la sensibilidad de las rentabilidades. Los resultados empíricos también ilustran el vínculo entre las condiciones del mercado de valores del Tesoro de Estados Unidos y la mayor sensibilidad de los mercados de deuda a la política monetaria.

Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe y Denise Rößler

La relación entre los desarrollos geopolíticos y los precios del petróleo no es evidente. En términos históricos, no existe una relación clara entre los precios del petróleo y los acontecimientos geopolíticos, como las tensiones emergentes entre países o los atentados terroristas. Por ejemplo, justo después de los ataques del 11-S el precio del Brent subió un 5 % (unas cinco veces la variación media diaria de este precio entre 2000 y 2023). Sin embargo, al cabo de catorce días el precio cayó alrededor de un 25 % debido a la inquietud sobre el debilitamiento de la demanda de petróleo. Cuando Rusia invadió Ucrania en febrero de 2022, el precio del Brent aumentó casi un 30 % en las dos semanas siguientes, pero posteriormente volvió a descender y retornó a los niveles previos a la invasión transcurridas unas ocho semanas. Más recientemente, tras los atentados terroristas perpetrados en Israel el 7 de octubre de 2023, el precio del Brent se incrementó en torno a un 4 % y después se estabilizó¹. Desde una perspectiva más amplia, el gráfico A presenta el índice de riesgo geopolítico global (GPR, por sus siglas en inglés) de Caldara y Iacoviello (2022) frente al logaritmo del precio del Brent². El índice se elabora aplicando métodos de análisis textual a artículos de prensa y haciendo un seguimiento de la cobertura informativa de los acontecimientos relacionados con tensiones geopolíticas en todo el mundo³. Los grandes picos del índice, que captan acontecimientos geopolíticos importantes, no se asocian sistemáticamente con unos precios del petróleo más elevados o volátiles. Al contrario, tras muchos de estos episodios, los precios se mantienen en niveles contenidos durante varios meses.

¹ Transcurrido un mes, el precio del Brent se situó por debajo del nivel observado el día antes de los ataques, en 79 dólares por barril.

² D. Caldara y M. Iacoviello, «[Measuring Geopolitical Risk](#)», *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

³ El índice se basa en diez periódicos (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* y *The Washington Post*) y se construye contando el número de artículos relacionados con acontecimientos geopolíticos adversos publicados al mes en cada uno de estos medios (en porcentaje del número total de artículos de prensa). Se elabora por separado para la economía mundial y para 44 países.

Gráfico A

Precios del petróleo y riesgo geopolítico desde 1990

(escala izquierda: índice; escala derecha: logaritmo del precio del Brent)



Fuentes: Haver, Caldara y Iacoviello (2022), y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023. Los picos numerados se refieren a los siguientes acontecimientos geopolíticos: 1) guerra del Golfo; 2) ataques terroristas del 11-S; 3) invasión de Irak; 4) atentado terrorista de Londres; 5) Primavera Árabe y guerra civil en Libia; 6) atentados terroristas de París; 7) ataque contra la embajada de Estados Unidos en Irak; 8) invasión rusa de Ucrania, y 9) guerra entre Israel y Hamás.

Las perturbaciones geopolíticas pueden repercutir en los precios del petróleo a través de una menor actividad económica o de un aumento de los riesgos para el suministro de materias primas.

En principio, el riesgo geopolítico puede afectar a los precios de las materias primas y del crudo por dos canales principales. En primer lugar, una intensificación de las tensiones geopolíticas actúa como una perturbación negativa de demanda mundial, dado que estas tensiones acentúan la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, lo que tiene un impacto adverso en el consumo y la inversión y podría alterar el comercio internacional. La combinación de estas fuerzas da lugar a una contracción de la actividad económica mundial que, en última instancia, frena la demanda global y los precios del petróleo. Esto se conoce como canal de la actividad económica. En segundo lugar, el canal de riesgo implica que los mercados financieros puedan descontar mayores riesgos para el suministro futuro de petróleo, más allá de la perturbación geopolítica contemporánea. Esto eleva el valor en efectivo de la tenencia de contratos de petróleo, también denominado «rendimiento de conveniencia», y presiona al alza el precio del Brent⁴. Estos dos canales mueven los mercados del petróleo en direcciones opuestas, y el canal que prevalece es una cuestión empírica. Otro factor adicional de distorsión es la posibilidad de que los productores de petróleo decidan ajustar su producción para estabilizar los precios.

En general, una perturbación geopolítica global presiona a la baja el precio del petróleo. La reacción de los precios del crudo —medidos por la variedad Brent— a perturbaciones geopolíticas globales puede identificarse con un modelo VAR, excluyendo la respuesta de los productores de petróleo y controlando por la

⁴ Véase M. Szymanowska, F. de Roon, T. Nijman y R. van den Goorbergh, «An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia», *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 69, n.º. 1, 2014, pp. 453-482.

actividad mundial y el ciclo financiero⁵. El modelo abarca el período comprendido entre enero de 2000 y octubre de 2023, y se estima mediante métodos bayesianos⁶. El gráfico B muestra las respuestas iniciales y a tres meses estimadas del precio del Brent a una perturbación geopolítica de una desviación típica, lo que corresponde, aproximadamente, a una décima parte del valor asumido por el índice tras los ataques del 11-S (punto amarillo del gráfico, referido a una perturbación asociada a un riesgo geopolítico global). Las elasticidades estimadas indican que ha de transcurrir cierto tiempo para que las perturbaciones geopolíticas mundiales tengan un impacto en el precio del Brent, que inicialmente se mantiene estable (la elasticidad no difiere significativamente de cero) y al cabo de un trimestre desciende en torno a un 1,2 %. Esto sugiere que el canal de la actividad económica —los efectos arrastre del aumento de la incertidumbre sobre la demanda— es el factor dominante en la reacción de los mercados de petróleo⁷. En otras palabras: las perturbaciones geopolíticas globales suelen entrañar riesgos a la baja para los precios de esta materia prima.

⁵ Las perturbaciones se identifican mediante la ordenación de Cholesky, situando en primer lugar el índice GPR, como en Caldara y Iacoviello, *op. cit.* Esta ordenación implica que toda correlación contemporánea entre las variables económicas y el índice GPR refleja el impacto de los acontecimientos geopolíticos sobre dichas variables y no a la inversa. Caldara y Iacoviello validan ampliamente este supuesto de exogeneidad.

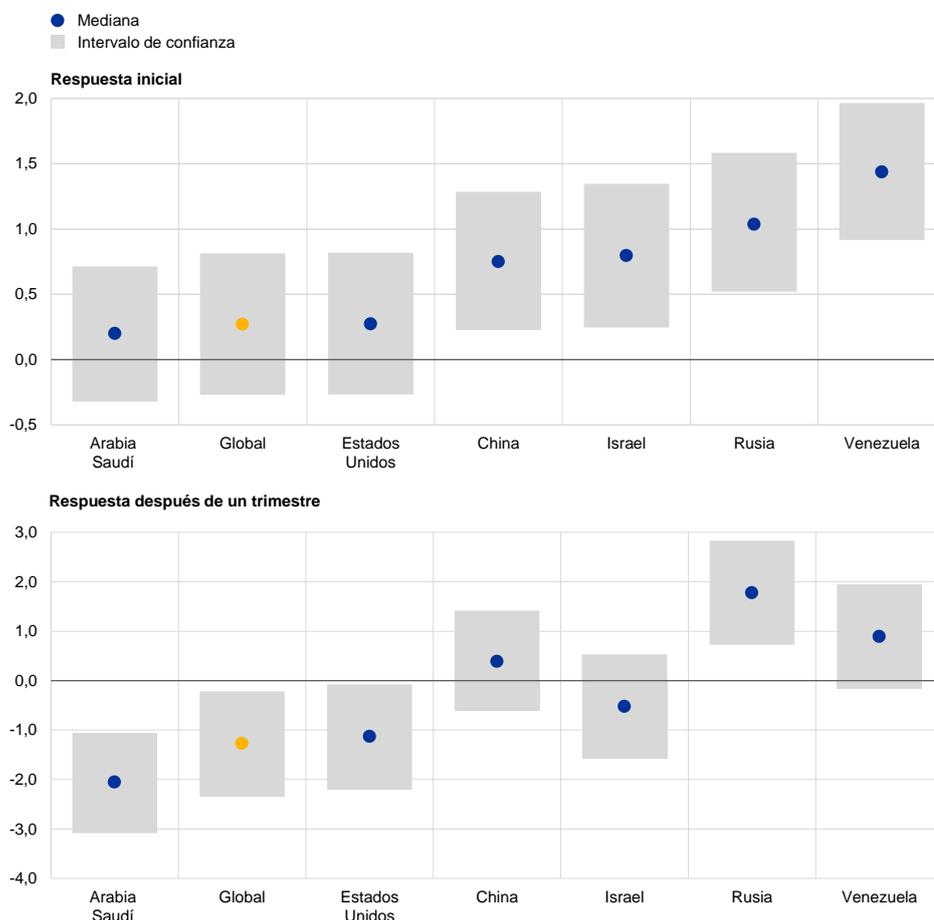
⁶ En concreto, el modelo VAR incluye doce desfases de cinco variables mensuales: el índice GPR global, el (logaritmo del) precio del Brent, el (logaritmo de) la producción industrial mundial, el (logaritmo de) la cotización en el mercado bursátil estadounidense y el rendimiento a dos años para reflejar el ciclo financiero global. La estimación del modelo se realiza con métodos bayesianos y el *prior* estándar de Minnesota. Los resultados son robustos a la inclusión de la pandemia de COVID-19, como en M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, pp. 688-699. La muestra abarca el período comprendido entre enero de 2000 y octubre de 2023.

⁷ La producción industrial mundial desciende alrededor de un 0,1 % y las cotizaciones bursátiles un 0,5 % en el mismo horizonte.

Gráfico B

Respuestas estimadas de los precios del petróleo a perturbaciones geopolíticas globales y en países concretos

(porcentajes)



Fuentes: Haver, Caldara y Iacoviello (2022), y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la respuesta del precio del Brent a una perturbación de riesgo geopolítico de una desviación típica. Las perturbaciones se identifican como en Caldara y Iacoviello (2022), estimando modelos VAR específicos para cada país con ordenación de Cholesky y el índice GPR situado en primer lugar. Cada modelo VAR incluye un índice GPR específico para cada país, la producción industrial mundial, el precio del Brent, el índice bursátil nacional y el rendimiento de la deuda a dos años de Estados Unidos. Todas las variables, salvo el índice y el rendimiento a dos años, se expresan en logaritmos. La muestra abarca el período comprendido entre enero de 2000 y octubre de 2023. Los países se ordenan en función de la magnitud de la respuesta inicial.

Sin embargo, el impacto de los *shocks* geopolíticos varía de unos países a otros en función del origen de las perturbaciones en cuestión. Las tensiones con origen en los principales productores de petróleo o en países con un papel estratégico en la distribución de productos petrolíferos podrían afectar a los mercados de crudo de forma diferente. Si los países implicados en tensiones geopolíticas tienen un peso reducido en la economía mundial, es poco probable que su impacto en el crecimiento global sea significativo; esto tendería a limitar el canal de la actividad económica de las perturbaciones geopolíticas. Sin embargo, si los países involucrados son productores clave en los mercados internacionales de petróleo, los riesgos para el suministro de esta materia prima podrían presionar considerablemente al alza los precios. Esta hipótesis puede comprobarse estimando la respuesta del precio del Brent a *shocks* que afectan a países concretos, en

contraposición a perturbaciones geopolíticas globales. Para ello, el gráfico B muestra también las elasticidades estimadas del precio del petróleo a perturbaciones geopolíticas que se originan en algunos de los mayores productores de petróleo (Estados Unidos, Arabia Saudí, Rusia y China), en Venezuela (que posee las mayores reservas de crudo) y en Israel (que no produce petróleo, pero es un actor clave en la política de Oriente Próximo)⁸. Estas estimaciones apuntan a variaciones significativas en las respuestas de cada país, lo que sugiere que no todas las perturbaciones geopolíticas se asemejan. Los *shocks* en Estados Unidos presentan un comportamiento similar a las perturbaciones globales; la reacción inicial no es significativa y después de un trimestre pasa a ser negativa (-1,1 %). Esto no resulta sorprendente si se tiene en cuenta el importante papel de Estados Unidos en la economía mundial. Las reacciones son diferentes cuando se analizan perturbaciones con origen en otras fuentes. En Arabia Saudí los *shocks* siguen siendo contractivos, lo que sugiere que los desarrollos geopolíticos en ese país reflejan patrones globales⁹. Sin embargo, las tensiones geopolíticas relacionadas con China, Israel, Rusia y Venezuela ejercen presiones alcistas sobre el precio del Brent, que aumenta inmediatamente entre un 0,8 % y un 1,5 %¹⁰. En el caso de estos países, el canal de riesgo es claramente dominante: los precios del petróleo suben porque los operadores esperan disrupciones en el suministro de petróleo en el futuro.

Las presiones sobre los precios del petróleo derivadas de perturbaciones geopolíticas adversas son transitorias en general, y las elasticidades dejan de ser significativas después de un trimestre en la mayoría de los países¹¹. Estas presiones tienen un carácter transitorio en la mayor parte de las economías, al disiparse la inquietud por el suministro futuro de petróleo¹². Sin embargo, los efectos sobre los precios pueden prolongarse más en función de la duración de las tensiones geopolíticas en la muestra considerada o como consecuencia de factores específicos de cada país. En general, la evidencia empírica sugiere que los *shocks* geopolíticos pueden tener distintas implicaciones según los países afectados. La reciente intensificación de la incertidumbre geopolítica subraya la necesidad de identificar la naturaleza de estos *shocks* para diferenciar los efectos sobre los precios del petróleo y sobre la inflación.

⁸ Irán e Irak —otros dos productores importantes de petróleo— se han excluido, dado que no se dispone de índices específicos para estos países. En cambio, se incluye a Israel como el país vecino más próximo a Irán en términos geopolíticos, ya que las tensiones en Israel a menudo implican también a Irán. En este caso, las elasticidades se estiman sustituyendo el índice global por uno de los índices específicos del país. El modelo VAR controla por la evolución macroeconómica local y global, y utiliza el índice como un instrumento interno para identificar perturbaciones que afectan a países concretos.

⁹ El índice GPR global y el correspondiente a Arabia Saudí están estrechamente correlacionados.

¹⁰ Los resultados para Israel podrían reflejar la posible participación de Irán —un importante productor de petróleo— en las tensiones geopolíticas.

¹¹ Por lo que se refiere a Rusia, las perturbaciones geopolíticas continúan influyendo en los mercados de petróleo transcurrido un trimestre, dado que los precios siguen siendo un 2 % más elevados. En el caso de la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022, esto podría reflejar la imposición de un embargo a las importaciones de petróleo ruso.

¹² Es probable que ello se deba a la transitoriedad de las tensiones geopolíticas o a la sustitución del suministro por otros productores de petróleo. Los datos no parecen respaldar la explicación alternativa de que la demanda mundial se contrae tras producirse *shocks* geopolíticos regionales en esas economías, ya que la respuesta de la producción mundial no suele ser significativa en los modelos VAR de cada país.

3 El producto potencial en épocas de perturbaciones de oferta transitorias

Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel y Béla Szörfi

Según las estimaciones de las principales instituciones internacionales, la brecha de producción de la zona del euro se ha mantenido en valores negativos o muy próximos a cero en los últimos años, pese al aumento de la inflación subyacente de la zona¹. Las estimaciones del producto potencial que realizan instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y la Comisión Europea —motivadas por consideraciones relacionadas con las políticas de sostenibilidad fiscal, financiera y externa— se basan en el supuesto de que el producto potencial solo fluctúa en general en respuesta a perturbaciones estructurales a medio plazo, es decir, permanentes o muy persistentes². Este enfoque se mantuvo durante la pandemia y la perturbación de oferta asociada, que muchos consideraban que sería transitoria habida cuenta de la reversión de las medidas de contención y el respaldo proporcionado por las políticas macroeconómicas³.

Un modelo sencillo de demanda agregada-oferta agregada ilustra cómo las perturbaciones de oferta transitorias, que no alteran el producto potencial, originan brechas de producción que presentan una correlación negativa con la inflación⁴. El modelo predice que las perturbaciones de demanda agregada positivas crean brechas de producción positivas al tiempo que aumentan tanto la producción como la inflación (panel a del gráfico A). Paralelamente, las perturbaciones de oferta adversas transitorias —es decir, las que generan inflación, pero no modifican el producto potencial— sitúan la producción por debajo de su potencial. En otras palabras, estos *shocks* dan lugar a brechas de producción

¹ Véanse «[Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year](#)», Comisión Europea, Bruselas, mayo de 2023; «[Perspectivas de la Economía Mundial: Abordar las divergencias mundiales](#)», FMI, Washington D.C., octubre de 2023, y «[Economic Outlook: Restoring growth](#)», OCDE, París, noviembre de 2023.

² Véanse T. Chaux e Y. Guillemette, «[The OECD Potential Output Estimation Methodology](#)», *Economics Department Working Papers*, n.º 1563, OCDE, París, 2019; K. Havik *et al.*, «[The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps](#)», *Economic Papers*, 535, Comisión Europea, Bruselas, noviembre de 2014, y C. De Resende, «[IEO Evaluation Report](#)», *IMF Forecasts*, Oficina de Evaluación Independiente del Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., abril de 2014, capítulo 5.

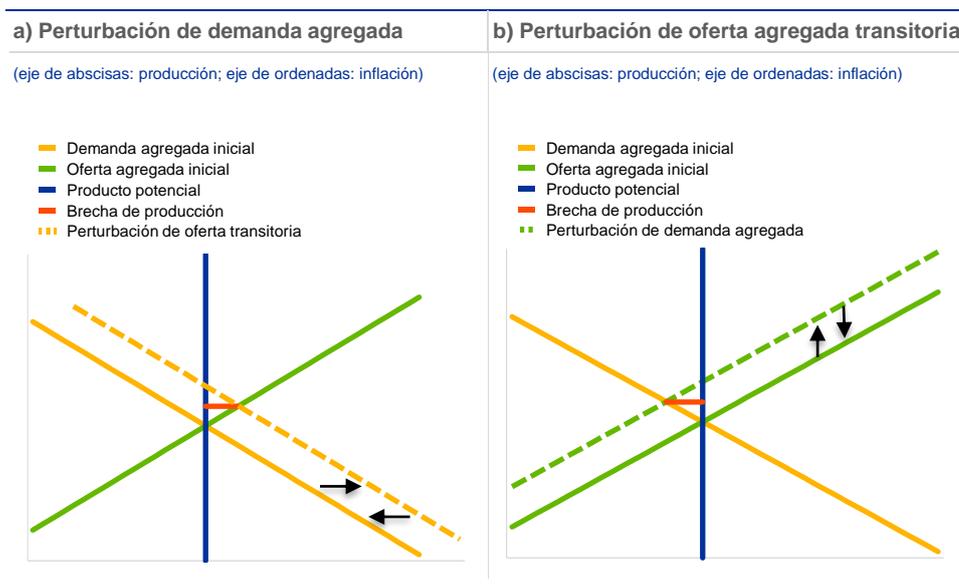
³ Para información más detallada, véase el artículo titulado «[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

⁴ La teoría macroeconómica engloba diversos conceptos de producto potencial que se diferencian en el grado de importancia que otorgan a captar el nivel de producción a largo plazo relativamente estable en detrimento de señalar presiones inflacionistas cuando existen perturbaciones transitorias para la capacidad productiva de la economía. Véase, por ejemplo, I. Vetlov, T. Hlédik, M. Jonsson, H. Kucsera y M. Pisani, «[Potential Output in DSGE Models](#)», *Working Paper Series*, n.º 1351, BCE, Frankfurt am Main, 2011. Las instituciones internacionales suelen medir el producto potencial como el mayor nivel de actividad económica que puede sostenerse a largo plazo. Por consiguiente, estos indicadores del producto potencial reflejan una visión de medio a largo plazo de la producción, con tasas de crecimiento que varían de manera relativamente lenta con el tiempo. La diferencia entre el producto observado y el producto potencial se conoce como «brecha de producción», que refleja la posición cíclica de la economía. En épocas normales —es decir, cuando las perturbaciones de demanda determinan la fase de la economía—, se considera que la brecha de producción señala presiones inflacionistas a corto plazo.

negativas (panel b del gráfico A). Para que se produzcan simultáneamente una caída de la producción y un incremento de la inflación que no genere una brecha de producción negativa, el producto potencial ha de caer al menos tanto como la producción. Si el producto potencial no se ve afectado, y suponiendo que las subidas salariales no provocan efectos de segunda ronda significativos, la inflación retornará al nivel inicial. En el primer caso, la brecha de producción convergerá hacia cero desde un nivel positivo, mientras que, en el segundo, volverá a situarse en cero desde un nivel negativo.

Gráfico A

Modelo sencillo de demanda agregada-oferta agregada



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico ilustra el modelo de demanda agregada-oferta agregada⁵, con la producción representada en el eje de abscisas y la inflación en el eje de ordenadas. La curva de la oferta agregada representa la tasa de inflación que se obtendría como resultado de las decisiones de precios de las empresas dado cualquier nivel de producción a corto plazo. Esta curva se desplaza hacia arriba (abajo) en respuesta a variaciones observadas en las estructuras de costes de las empresas —como una subida (bajada) de los precios de los insumos, una menor (mayor) disponibilidad de insumos y un descenso (incremento) de la productividad—, así como al aumento (disminución) de las expectativas de inflación por parte de las empresas. La curva de la demanda agregada representa la cantidad de bienes y servicios demandados por los hogares, las empresas, las Administraciones Públicas y el sector exterior a corto plazo dado cualquier nivel de inflación. Esta curva se desplaza hacia fuera (dentro) en respuesta a diversas perturbaciones de demanda, por ejemplo, un aumento (descenso) de las rentas de los hogares, una disminución (subida) de los costes de inversión, un incremento (descenso) del gasto público o depreciaciones (apreciaciones) del tipo de cambio. Como se parte del supuesto de que las perturbaciones representadas son transitorias, la curva correspondiente se desplaza primero hacia fuera (arriba) y luego vuelve a su posición original. La brecha de producción se mide como la distancia horizontal entre el nivel de equilibrio de la producción y el producto potencial. Se considera que este último permanece inalterado en todo momento.

Los modelos estructurales, como el nuevo modelo para la zona del euro (New Area-Wide Model o NAWM) pueden ayudar a ilustrar los efectos de las perturbaciones de oferta sobre el producto potencial⁶. Se emplea el NAWM para obtener una descomposición de la brecha de producción de la Comisión Europea, que se impone como variable observada. En este marco se identifican por separado los factores de oferta y de demanda (gráfico B), entre otros. La descomposición muestra cómo el hecho de considerar que el producto potencial es relativamente

⁵ Véase, por ejemplo, F. Robert, B. Bernanke, K. Antonovics y O. Heffetz, «Principles of Economics», octava edición, McGraw-Hill Education, Nueva York, NY, 2022.

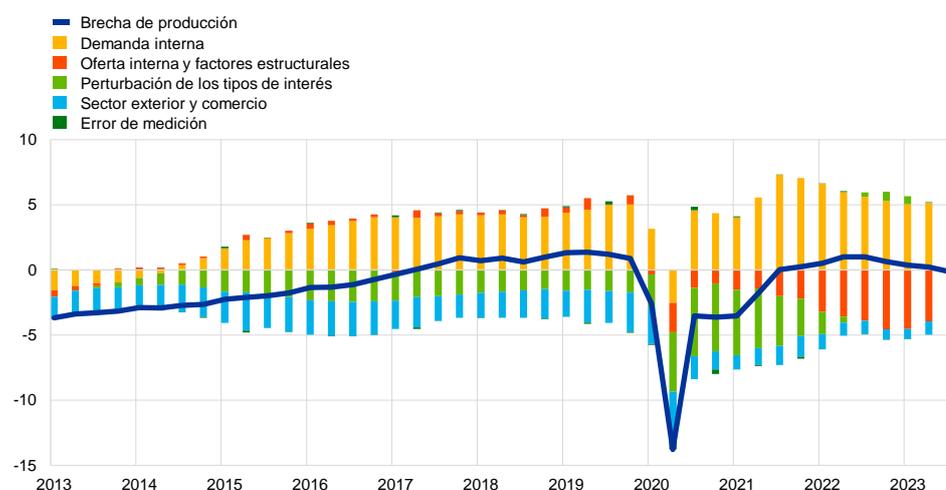
⁶ El NAWM es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico que se utiliza en los ejercicios de proyección del BCE. Véase G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt y A. Warne, «The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector», *Working Paper Series*, n.º 2200, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2018.

suave lleva al modelo a identificar las perturbaciones de oferta observadas recientemente como factores que contribuyen de forma negativa a la brecha de producción. También sugiere que las perturbaciones de oferta tuvieron una influencia limitada en el período previo a la pandemia, y predominaron las perturbaciones de demanda. En resumen, el predominio de perturbaciones de oferta sería, aparentemente, algo excepcional desde una perspectiva histórica.

Gráfico B

Descomposición en perturbaciones, según el modelo NAWM, de la estimación interpolada de la Comisión Europea de la brecha de producción

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: porcentaje de producto potencial y contribuciones porcentuales)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2023 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: La Comisión Europea (CE) no proporciona estimaciones trimestrales de la brecha de producción. Por tanto, el BCE ha llevado a cabo una interpolación trimestral de las estimaciones anuales de esta brecha realizadas por la CE. La categoría «Oferta interna y factores estructurales» incluye la contribución del estado inicial, de la perturbación del modelo relativa a la tasa de descuento, de la perturbación tecnológica permanente, de las perturbaciones tecnológicas transitorias y específicas de cada inversión, así como de los márgenes de precios y salarios. «Perturbación de los tipos de interés» comprende la perturbación de los tipos de interés a corto plazo y la que afecta al recorte de tipos de la banca minorista. «Demanda interna» incluye la perturbación relativa a la prima de riesgo interna y la que se refiere al gasto público. La categoría «Sector exterior y comercio» refleja las perturbaciones que afectan a la demanda exterior, los precios exteriores, los tipos de interés a diez años y a tres meses de Estados Unidos, los precios de exportación de los competidores, los precios del petróleo, la demanda de importaciones, las preferencias de exportación, las perturbaciones de márgenes que afectan a los precios de exportación y de importación, y una perturbación relativa a la prima de riesgo exterior.

Si se ajustasen las estimaciones de la brecha de producción a las perturbaciones de oferta identificadas anteriormente, esta brecha sería más positiva para los años 2021-2023, aunque, como resultado, se obtendría una estimación del producto potencial más volátil. Esto sería una consecuencia

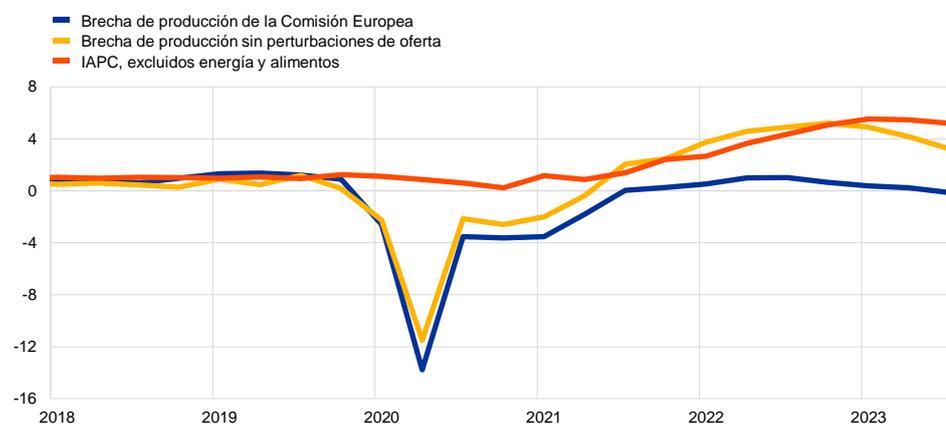
directa del supuesto de que las perturbaciones de oferta identificadas por el NAWM eran más permanentes que lo que se desprende de la descomposición anterior y, por tanto, eran absorbidas mayormente por el nivel de producto potencial más que por la brecha de producción (panel a del gráfico C). La estimación del producto potencial resultante de este experimento se reduce en 2020 y de nuevo en 2022 debido a las perturbaciones de oferta transitorias, que aumentan significativamente su volatilidad (panel b del gráfico C).

Gráfico C

Consideración de las perturbaciones de oferta transitorias en la estimación del producto potencial de la Comisión Europea

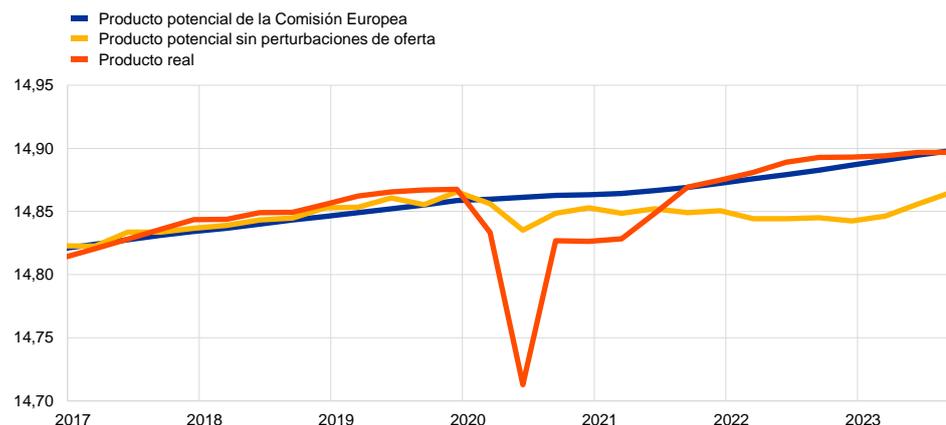
a) Estimaciones alternativas de la brecha de producción e inflación medida por el IAPCX

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: porcentaje del producto potencial, tasa de variación interanual)



b) Estimaciones alternativas del producto potencial y PIB real

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: niveles logarítmicos)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2023 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: La serie «Brecha de producción sin perturbaciones de oferta» muestra la brecha de producción estimada por la Comisión Europea después de restar las perturbaciones de oferta identificadas por el NAWM en el gráfico B. La serie «Producto potencial sin perturbaciones de oferta» muestra la estimación del producto potencial implícito que se obtiene como resultado de la estimación de la brecha de producción mencionada previamente.

Los indicadores de holgura basados en encuestas reflejan la utilización de la capacidad productiva o la fortaleza relativa de la demanda sin necesidad de utilizar un modelo económico.

Estos indicadores sirven de orientación empírica sobre la medida en que las variaciones transitorias de la capacidad productiva a nivel de empresa afectan al nivel de producto potencial relevante para la inflación. Las encuestas en las que se pregunta sobre el grado de utilización de la capacidad productiva de las empresas muestran que, al comienzo de la pandemia, las del sector manufacturero, de servicios y de construcción produjeron con un nivel de capacidad relativamente elevado, mientras que durante la pandemia el uso de la capacidad productiva se redujo menos de lo indicado por las estimaciones

convencionales de la brecha de producción⁷. La utilización de la capacidad productiva repuntó rápidamente en 2021 y alcanzó máximos históricos a principios de 2022. Se redujo de forma considerable en las manufacturas en 2022-2023 (aunque permaneció por encima de la media histórica), y se mantuvo elevada en los servicios y en la construcción.

Los indicadores de holgura obtenidos de las encuestas realizadas a las empresas reflejan mejor la dinámica de la inflación de los últimos años, pero ofrecen estimaciones más volátiles del producto tendencial. La utilización de la capacidad productiva muestra una correlación bastante fuerte con la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lo que sugiere que se mantiene la presión alcista —aunque está disminuyendo en parte— sobre la inflación subyacente (panel a del gráfico D). Un análisis econométrico en el que se utiliza una curva de Phillips en forma reducida confirma que el indicador de holgura basado en encuestas da lugar a errores de previsión de la inflación a corto plazo algo menores para el período reciente de inflación elevada. Sin embargo, los indicadores de holgura basados en encuestas a empresas dan como resultado un producto tendencial para el período de pandemia incluso más volátil que el indicador de holgura elaborado con el NAWM (panel b del gráfico D). Esto sugiere que estos indicadores podrían no ser adecuados para proporcionar estimaciones del producto potencial a medio plazo.

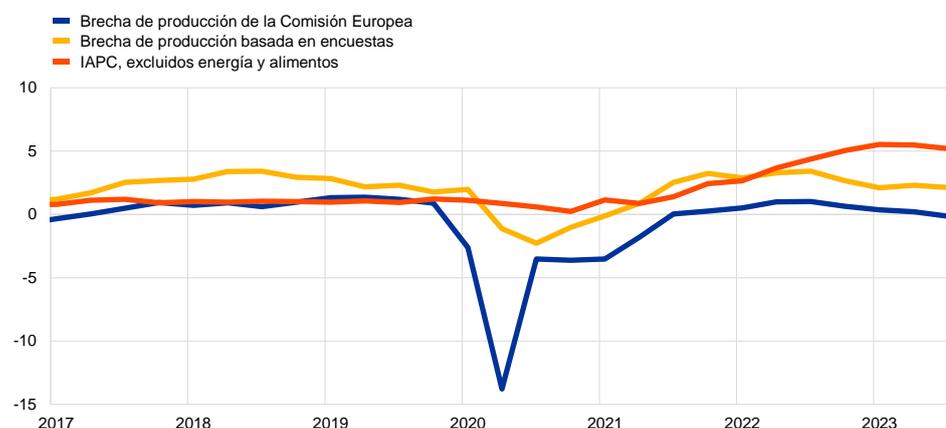
⁷ Las encuestas a empresas realizadas por la Comisión Europea miden el nivel medio de utilización de la capacidad productiva de las empresas, así como los principales factores económicos que limitan la producción: demanda, mano de obra, otros insumos (materiales, equipos y espacio), restricciones financieras, el clima, otros, o ninguno de los indicados anteriormente. Para las manufacturas y los servicios se dispone de datos de utilización de la capacidad productiva solo a partir de 2011, pero las series correspondientes a algunos de los factores limitadores tanto en los dos sectores como en la construcción comienzan en 2003. Entre estos factores, la demanda como factor que limita la producción muestra una correlación elevada con la utilización de la capacidad productiva. Por consiguiente, esta última se utiliza como aproximación (*proxy*) para medir la holgura.

Gráfico D

Comparación entre un indicador de holgura basado en encuestas y la estimación de la brecha de producción de la Comisión Europea

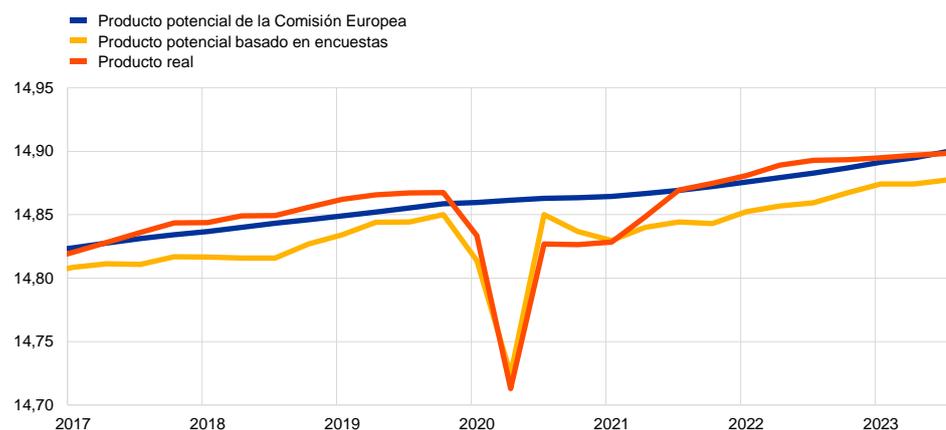
a) Indicadores alternativos de la brecha de producción e inflación medida por el IAPCX

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: porcentaje del producto potencial, tasa de variación interanual)



b) Indicadores alternativos del producto potencial y PIB real

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: niveles logarítmicos)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2023 de la Comisión Europea, BCE y encuestas a empresas realizadas por la Comisión Europea.

En conclusión, las estimaciones alternativas del producto potencial y de la brecha de producción pueden complementar en algunos momentos las estimaciones a medio plazo realizadas por las principales instituciones internacionales. Los indicadores de holgura complementarios propuestos parecen proporcionar previsiones a corto plazo de la inflación en épocas de perturbaciones de oferta transitorias que son mejores que una estimación de la brecha de producción basada en un producto potencial suave. Con todo, será necesario actuar con cautela a la hora de interpretar las estimaciones basadas en la holgura como indicadores de la fase del ciclo económico, dado que las estimaciones del producto potencial obtenidas son más volátiles y posiblemente ofrezcan menos información relativa a las perspectivas de crecimiento a medio plazo de la economía.

La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios

Niccolando Battistini y Johannes Gareis

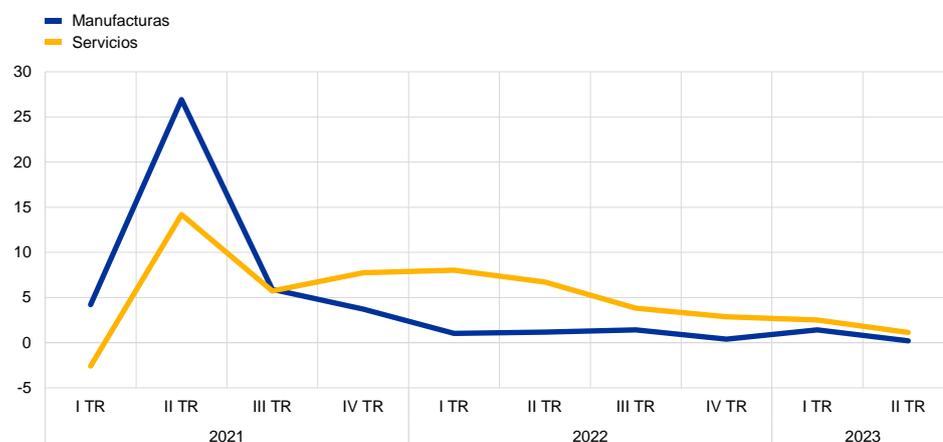
La actividad económica de la zona del euro se ha desacelerado tanto en las manufacturas como en los servicios¹. Desde finales de 2021, la actividad económica, medida en términos de valor añadido bruto real, ha crecido a un ritmo significativamente más acelerado en los servicios de mercado —que excluyen Administración Pública, educación, sanidad y servicios sociales— que en el sector manufacturero (gráfico A). Esta evolución ha sido resultado, por un lado, de la demanda relativamente vigorosa de servicios intensivos en contacto social, respaldada por la reapertura de la economía tras la pandemia, y, por otro, de la debilidad de la demanda de bienes, de los cuellos de botella en la oferta mundial y, posteriormente, del endurecimiento de las condiciones de financiación provocado por la respuesta de la política monetaria al rápido y acusado aumento de la inflación². Sin embargo, la actividad de los servicios, que suele seguir a las manufacturas en el ciclo económico, también se ha debilitado recientemente³. En este recuadro se analiza la capacidad de la actividad manufacturera de la zona del euro para actuar como indicador adelantado de los servicios de mercado, poniendo el foco en el papel de la política monetaria.

-
- ¹ El indicador de la actividad manufacturera corresponde al agregado de la zona del euro, excluida Irlanda, debido a la considerable volatilidad de los productos de propiedad intelectual de ese país. Véase el recuadro titulado «Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.
 - ² Véanse el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023; el recuadro titulado «El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, así como el artículo titulado «The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.
 - ³ Para un análisis basado en encuestas, véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución reciente de las expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023.

Gráfico A

Actividad de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las manufacturas muestran el valor añadido bruto real de la sección C de la clasificación NACE Rev. 2, excluida Irlanda. Los servicios corresponden al valor añadido bruto real de las secciones G a N y R a U (servicios de mercado) de la clasificación NACE Rev. 2.

Un análisis de adelantos/retardos muestra que la actividad del sector manufacturero se adelanta a la de los servicios a lo largo del ciclo económico.

El análisis estima coeficientes de correlación con diferentes adelantos y retardos de la actividad de las manufacturas y de los servicios desde el primer trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre de 2023, tanto para la muestra completa como para ventanas móviles de cinco años. Los resultados muestran que las manufacturas parecen ir por delante de los servicios, aunque recientemente en una medida algo menor, mientras que no se puede establecer una relación similar en sentido contrario (gráfico B). Estos resultados se obtienen en distintos horizontes y se ven confirmados por las pruebas de causalidad de Granger, que sugieren que la actividad manufacturera predice mejor la actividad del sector servicios que a la inversa. Esta propiedad de las manufacturas puede explicarse por varias características de los bienes en comparación con los servicios, como su mayor dependencia de la demanda externa a través de los canales comercial y de competitividad, la mayor longitud de las cadenas de suministro y el mayor capital circulante necesario para su producción, así como su mayor durabilidad. Además, los vínculos *input-output* entre los dos sectores tienden a generar efectos de contagio que, en general, van principalmente de las manufacturas a los servicios⁴. Estas características implican que la actividad en el sector manufacturero suele reaccionar con más intensidad y rapidez ante determinadas perturbaciones

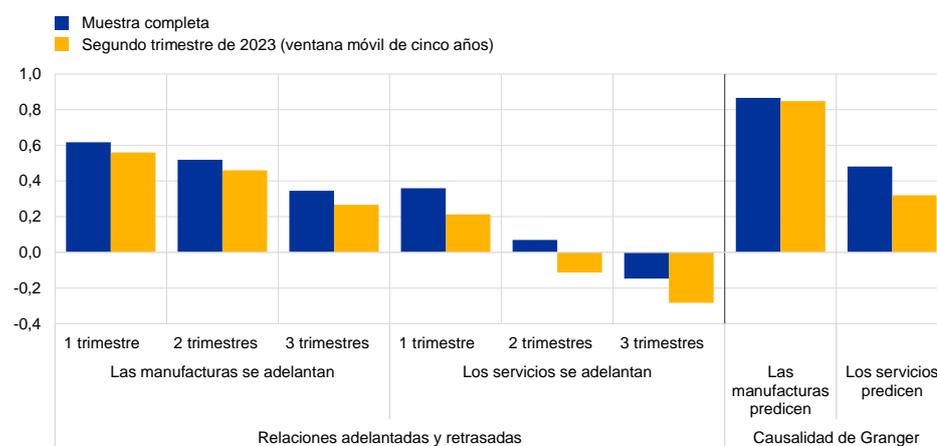
⁴ Dentro del sector servicios, estos efectos de contagio son especialmente relevantes en los servicios empresariales. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «La evolución del sector servicios y su relación con las manufacturas», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019. Sin embargo, los efectos también pueden ir en la dirección contraria, es decir, de los servicios a las manufacturas, en un contexto de grandes perturbaciones en los primeros, como las restricciones a la movilidad y la reapertura de la economía observadas desde el inicio de la pandemia.

económicas, como las variaciones de los tipos de interés⁵. En conjunto, los resultados sugieren que la dinámica de las manufacturas contiene información relevante sobre la dinámica a corto plazo de los servicios y, por tanto, del resto de la economía. Sin embargo, en la coyuntura actual, es posible que esto no sea aún evidente del todo, debido a los efectos de la reapertura de la economía, que han respaldado la actividad en el sector servicios⁶.

Gráfico B

Relaciones adelantadas y retrasadas entre la actividad de las manufacturas y la de los servicios

(relaciones adelantadas y retrasadas: coeficiente de correlación; causalidad de Granger: 1 menos valor p)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las pruebas de causalidad de Granger se basan en modelos de vectores autorregresivos con tres variables, a saber, el valor añadido bruto real de las manufacturas, de los servicios y del resto de la economía, estimados entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2023. La medida de «uno menos valor p» se refiere a la probabilidad de que la hipótesis de no causalidad de Granger pueda descartarse.

Un modelo empírico confirma que las perturbaciones de política monetaria tienen un impacto mayor en las manufacturas que en los servicios. Un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BSVAR, por sus siglas en inglés) incluye sorpresas de política monetaria puras, que se reflejan en las variaciones de los tipos OIS (*overnight index swap*) a un año libres de riesgo en torno a los anuncios de política monetaria del BCE para ayudar a identificar las perturbaciones de política monetaria (es decir, variaciones inesperadas de los tipos de interés). También incluye el rendimiento de la deuda pública a un año, la actividad económica en las manufacturas, los servicios y el resto de la economía,

⁵ Véanse, por ejemplo, L. Dedola y F. Lippi, «The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries», *European Economic Review*, vol. 49, n.º 6, 2005, pp. 1543-1569; G. Peersman y F. Smets, «The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area», *The Economic Journal*, vol. 115, n.º 503, 2005, pp. 319-342, y E. Hahn, «The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 796, BCE, 2007.

⁶ Véase el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?», *Boletín Económico*, número 6, 2023.

así como otras variables internas y externas⁷. Se supone que las perturbaciones de política monetaria provocan un aumento de los movimientos de los tipos OIS y del rendimiento de la deuda pública de manera contemporánea y reducen la actividad económica el año siguiente. Los resultados sugieren que el efecto de las perturbaciones de política monetaria en las manufacturas es casi el doble de fuerte y se produce alrededor de dos trimestres antes que en los servicios, tal como muestra, en general, la evidencia reciente procedente de distintas herramientas empíricas (gráfico C)⁸. Esta reacción más intensa y rápida de las manufacturas ante variaciones inesperadas de los tipos de interés ayuda a explicar sus propiedades de indicador adelantado en el ciclo económico y sugiere que el endurecimiento de la política monetaria puede estar desempeñando, junto a otros factores, un papel importante en el ritmo de desaceleración de la actividad en los sectores manufacturero y de servicios.

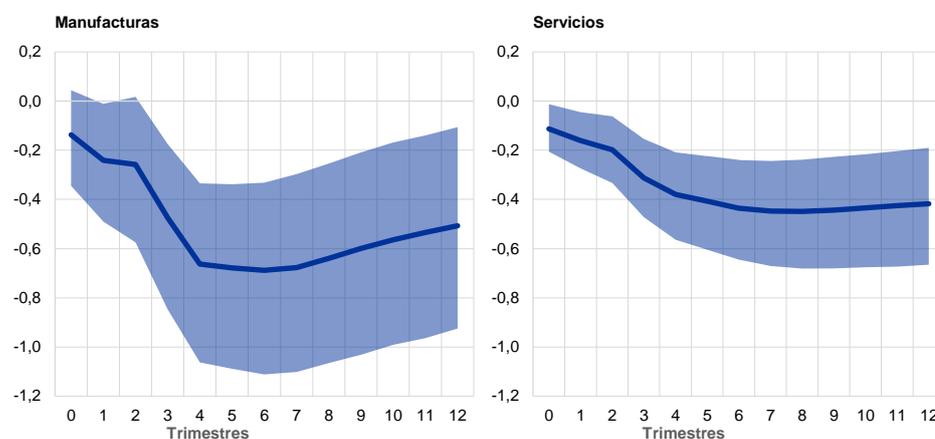
⁷ El modelo BSVAR utiliza datos de la zona del euro desde el primer trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre de 2023. Además de las sorpresas de política monetaria puras, del rendimiento de la deuda pública a un año y de las variables de actividad real, incluye el deflactor del consumo privado, el tipo de cambio efectivo, la demanda externa y el índice de presiones en las cadenas globales de suministro (Global Supply Chain Pressure Index) de la Reserva Federal de Nueva York. El modelo tiene en cuenta la acusada volatilidad de los datos macroeconómicos en 2020 usando un ajuste de heterocedasticidad por la pandemia. Véase M. Lenza y G. Primiceri, «How to estimate a vector autoregression after March 2020», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio/julio de 2022, pp. 688-699. Las sorpresas de la política monetaria puras se identifican con restricciones de signo utilizando las variaciones en los tipos OIS a un año y en las cotizaciones bursátiles en torno a los anuncios de política monetaria a partir de la base de datos de política monetaria de la zona del euro. Se parte del supuesto de que un endurecimiento por sorpresa de la política monetaria eleva los tipos OIS y reduce las cotizaciones en un corto período de tiempo en torno al anuncio de política monetaria, mientras que una relajación por sorpresa de dicha política genera el efecto contrario. Después, estas sorpresas se suman para el trimestre respectivo, con el fin de obtener la misma base trimestral que para las variables de actividad real. Véanse C. Altavilla, L. Brugnolini, R. Gürkaynak, R. Motto y G. Ragusa, «Measuring euro area monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, diciembre de 2019, pp. 162-179, y M. Jarociński y P. Karadi, «Deconstructing Monetary Policy Surprises –The Role of Information Shocks», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, abril de 2020, pp. 1-43.

⁸ Estos resultados son acordes, en términos cualitativos y cuantitativos, con estudios anteriores que indican un mayor efecto de la política monetaria en las manufacturas y un efecto ligeramente más persistente en los servicios. Véase S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla y K. Nikalaxi, «[Monetary policy and regional inequality](#)», *Working Paper Series*, n.º 2385, BCE, 2020. Véase también el recuadro titulado «[Estructura sectorial y efectos reales de la política monetaria](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023.

Gráfico C

Impacto medio de las perturbaciones de endurecimiento de la política monetaria en la actividad de las manufacturas y de los servicios

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, Eurosistema, Altavilla *et al.*, *op. cit.* y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las funciones de impulso-respuesta, basadas en el BSVAR, de la actividad de las manufacturas y de los servicios ante una perturbación de endurecimiento de la política monetaria de una desviación típica. Las líneas continuas representan las respuestas medianas y las zonas sombreadas muestran los intervalos de credibilidad al 68 % (las respuestas también son significativas en un nivel de credibilidad del 90 %). Las perturbaciones de política monetaria se identifican con restricciones de signo utilizando como instrumentos las sorpresas de política monetaria puras, que se reflejan en las variaciones de los tipos OIS a un año en torno a los anuncios de política monetaria del BCE. Se supone que las perturbaciones de política monetaria provocan un aumento de los movimientos de los tipos OIS y del rendimiento de la deuda pública al plazo correspondiente de manera contemporánea y reducen la actividad económica el año siguiente. Se parte del supuesto de que el impacto absoluto de todas las demás perturbaciones incluidas en el modelo sobre las variaciones de los tipos OIS es menor que el de las perturbaciones de política monetaria.

El reciente endurecimiento de la política monetaria ha lastrado cada vez más la actividad económica en 2023.

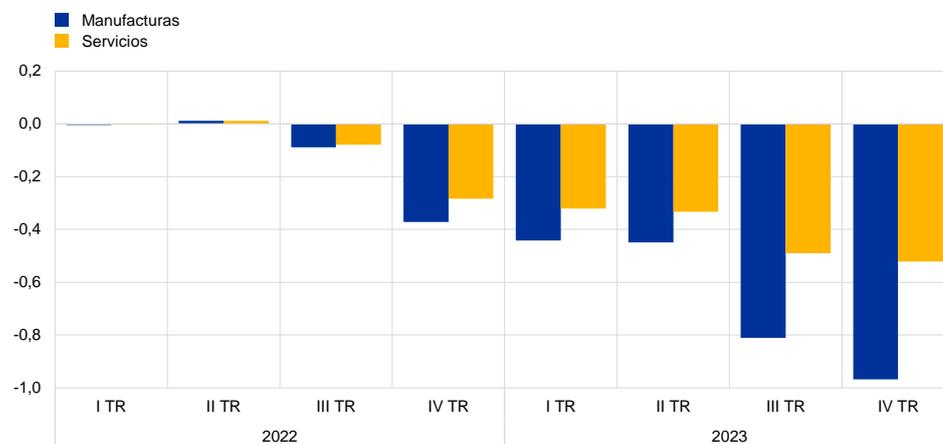
Según el modelo, el endurecimiento provocado por las perturbaciones de política monetaria empezó a afectar a la actividad económica ya en el tercer trimestre de 2022, cuando el BCE subió los tipos de interés por primera vez, unos trimestres después del primer anuncio de normalización de la política monetaria realizado a finales de 2021 (gráfico D). Dado que los tipos de interés continuaron aumentando y que el impacto de perturbaciones anteriores se fue incrementando con el tiempo, los efectos negativos del endurecimiento monetario se intensificaron en el primer semestre de 2023, y las manufacturas se vieron afectadas a un ritmo más acelerado y en mayor medida que los servicios. Según el modelo, también es probable que los efectos de la política monetaria hayan vuelto a crecer en el segundo semestre de 2023, ya que continuaron extendiéndose por la economía, en parte como consecuencia del significativo retardo en la reacción de los servicios. Es importante señalar que estos resultados solo capturan el impacto de las perturbaciones de política monetaria y no la subida más amplia de los tipos de interés que refleja la respuesta sistemática de la política monetaria al aumento de la inflación. Esta última debería sugerir un efecto mayor del reciente endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, que va más allá del impacto de las perturbaciones de política monetaria identificadas⁹.

⁹ Para un análisis del impacto macroeconómico del reciente endurecimiento de la política monetaria del BCE basado en varios modelos distintos, véase el recuadro titulado «Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

Gráfico D

Impacto real de las perturbaciones de política monetaria en la actividad de las manufacturas y de los servicios

(tasas de variación desde el cuarto trimestre de 2021)



Fuentes: Eurostat, Eurosistema, Altavilla *et al.*, *op. cit.* y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los efectos basados en el BSVAR de las perturbaciones de política monetaria sobre la actividad de las manufacturas y de los servicios desde el primer trimestre de 2022 hasta el cuarto trimestre de 2023. Los efectos para el tercer y el cuarto trimestre de 2023 se basan en los efectos proyectados de las perturbaciones de la política monetaria estimadas hasta el segundo trimestre de 2023. Para más detalles sobre la identificación de las perturbaciones de política monetaria, véanse las notas del gráfico C.

5 Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares

Johannes Gareis, Omiros Kouvavas y Pedro Neves

En vista de los resultados de encuestas recientes, en este recuadro se analiza la evolución más reciente de la renta disponible de los hogares, centrando la atención en algunas consideraciones conceptuales y de medición. La evidencia obtenida de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) a finales de septiembre de 2023 muestra que aproximadamente el 21 % de los hogares de la zona del euro indicó un incremento de su renta superior o igual a la inflación en los doce meses anteriores, mientras que el 54 % de los encuestados señaló que su renta había aumentado menos que la inflación y el 25 % afirmó que había disminuido (panel a del gráfico A). Esta valoración relativamente negativa de la dinámica reciente de la renta real era compartida de forma bastante uniforme en los distintos segmentos de distribución de la renta¹. Asimismo, es acorde con los resultados de una encuesta de la Comisión Europea que apuntan a que, recientemente, la percepción de los consumidores sobre su situación financiera en los doce meses anteriores se ha situado muy por debajo de su media de largo plazo, sobre todo desde el fuerte repunte que experimentó la inflación tras el estallido de la guerra en Ucrania (panel b del gráfico A). No obstante, esta valoración contrasta con el positivo dinamismo de la renta disponible de los hogares medida a partir de datos de las cuentas nacionales, que en tasa interanual se incrementó un 8,6 %, en promedio, en la primera mitad de 2023 (gráfico B), lo que corresponde a un crecimiento de la renta real disponible del 1,1 % en ese mismo período². Esta divergencia entre los resultados de las encuestas y los datos de las cuentas nacionales requiere un análisis detallado de las tendencias recientes de la renta disponible de los hogares y sus implicaciones para las perspectivas de consumo privado.

¹ Aunque el porcentaje de hogares con bajos ingresos que señaló que su renta había disminuido es mayor que el de hogares situados en otros tramos de renta, la proporción de encuestados que indicó un aumento de su renta real es relativamente reducida y estable en los distintos segmentos de distribución de la renta.

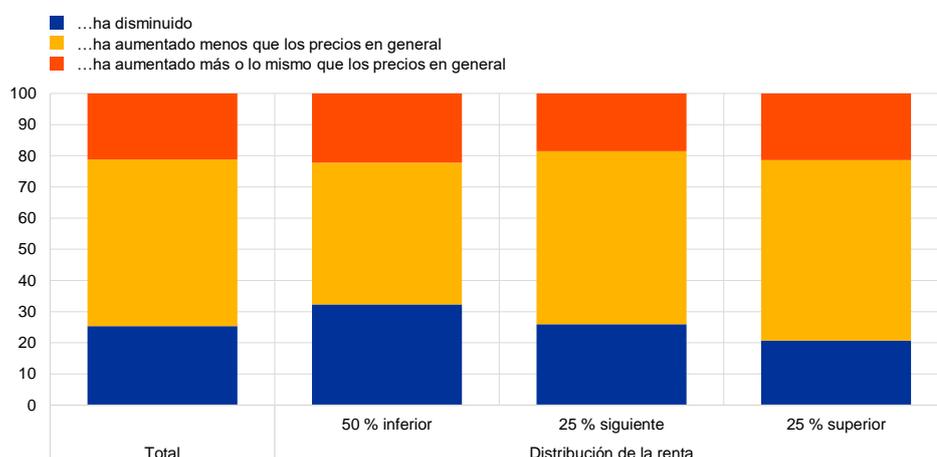
² En concreto, en las estadísticas oficiales, la renta disponible de los hogares se mide en las denominadas «cuentas sectoriales», que incluyen datos detallados de las cuentas nacionales desglosados por sectores institucionales, incluidos los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, las Administraciones Públicas y las sociedades financieras y no financieras. En este recuadro, el término «cuentas nacionales» se emplea para referirse a datos oficiales sobre la renta disponible.

Gráfico A

Percepción de los consumidores sobre la evolución de su renta y su situación financiera

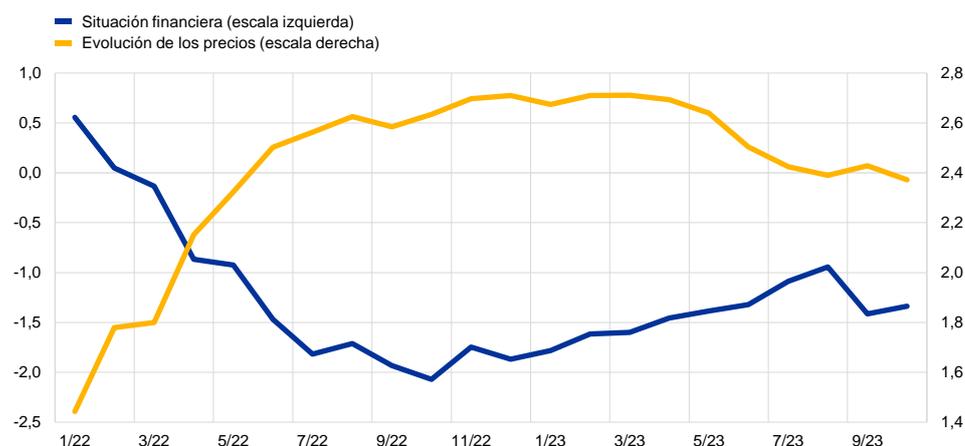
a) Percepción sobre la renta en comparación con los precios en los doce meses anteriores

(porcentajes de consumidores)



b) Percepción sobre la situación financiera pasada y la evolución de los precios

(saldos netos normalizados)



Fuentes: CES, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En relación con el panel a, a finales de septiembre de 2023 se pidió a los participantes en la CES que indicaran si su renta neta total había aumentado más que los precios en general, menos que los precios en general, había disminuido o había variado aproximadamente lo mismo que los precios en general durante los doce meses anteriores. En el panel b, la percepción de los hogares sobre su situación financiera pasada y la evolución de los precios se ha normalizado para el período 2000-2019.

La renta disponible de los hogares se ha beneficiado del incremento de las rentas del trabajo y del fuerte crecimiento continuado de las rentas salariales.

Tanto la remuneración de los asalariados como todos los demás componentes de la renta de los hogares, excluida la renta fiscal neta, siguieron aumentando sustancialmente en la primera mitad de 2023 en términos interanuales. La remuneración de los asalariados se incrementó un 7,1 %, en promedio, en ese período, y las rentas no salariales, excluida la renta fiscal neta, crecieron un 8,3 %, de modo que la contribución de estos dos componentes al crecimiento de la renta disponible fue notable (gráfico B). La renta fiscal neta no tuvo un efecto significativo en la dinámica de la renta de los hogares en el segundo semestre de 2022 ni en la primera mitad de 2023, mientras que, en el primer semestre de 2022, su impacto fue

negativo³. Un examen detallado de otras rentas de los hogares (es decir, las no salariales), excluida la renta fiscal neta, muestra que todos los componentes principales crecieron sustancialmente durante la primera mitad de 2023. La renta mixta (trabajadores autónomos) aumentó un 6,8 %, el excedente bruto de explotación un 9,6 % y las rentas de la propiedad netas un 8,8 %⁴. Mientras que el crecimiento de la renta mixta ha sido relativamente constante, el del excedente bruto de explotación se ha acelerado de forma considerable y, en el primer semestre de 2023, su tasa de avance fue la más elevada desde el inicio de la serie de datos en 1999. Las rentas de la propiedad netas, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), se vieron sostenidas por el sólido crecimiento de los dividendos en 2022⁵. Los SIFMI experimentaron un incremento acusado en la primera mitad de 2023 y, pese a representar una proporción reducida de la renta total, contribuyeron con 0,6 puntos porcentuales al crecimiento de la renta disponible de los hogares en ese período.

³ El impacto negativo de la renta fiscal neta en el primer semestre de 2022 estuvo relacionado con la retirada de las medidas de apoyo adoptadas en el contexto de la pandemia de coronavirus (COVID-19), que llevaban afectando negativamente al crecimiento interanual de la renta disponible de los hogares desde el segundo trimestre de 2021.

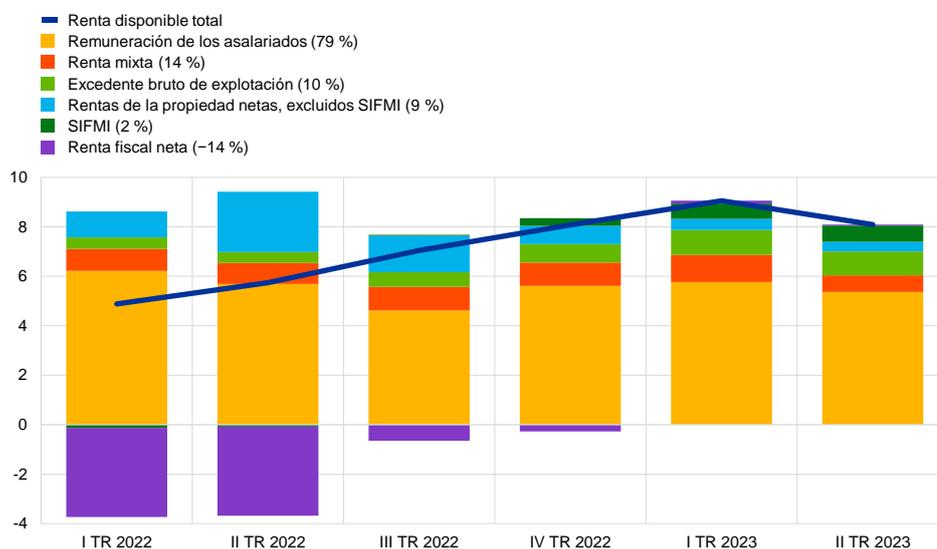
⁴ La renta mixta está estrechamente relacionada con las rentas del trabajo por cuenta propia, y mide el superávit (o el déficit) generado por la producción de empresas sin personalidad jurídica pertenecientes a hogares. Las rentas de la propiedad corresponden a los ingresos procedentes de la propiedad de activos financieros o de activos tangibles no producidos (en particular, la tierra es un activo tangible no producido, de modo que las rentas de la tierra forman parte de las rentas de la propiedad, mientras que las rentas del alquiler de la vivienda, que es un activo tangible producido, son parte de la renta mixta). El excedente bruto de explotación es básicamente un flujo imputado, ya que principalmente incluye los alquileres imputados, que son los ingresos que habrían recibido los hogares propietarios de su vivienda si la hubiesen arrendado.

⁵ Los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) se utilizan en las cuentas nacionales para calcular el valor añadido de intermediarios financieros (p. ej., entidades de crédito) por servicios financieros prestados sin comisiones por servicios explícitas. Por tanto, las rentas de la propiedad netas excluidos los SIFMI se determinan, entre otros, por los ingresos netos por intereses obtenidos por los hogares, además de por los beneficios distribuidos de las empresas (es decir, dividendos). Para un análisis de la evolución reciente de los ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas» en este Boletín Económico. Para un análisis de la evolución de la percepción de las empresas de los beneficios empresariales en la zona del euro, véase el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

Gráfico B

Evolución de la renta nominal de los hogares

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Cuentas sectoriales trimestrales del BCE y de Eurostat, y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras entre paréntesis son los porcentajes de la renta disponible atribuibles a los componentes de la renta indicados correspondientes a 2022.

No todos los componentes de la renta disponible de los hogares están a su disposición como renta líquida positiva. En las cuentas nacionales, la renta disponible de los hogares se mide de otra manera que la renta líquida de este sector por razones conceptuales, ya que el objetivo de las cuentas nacionales es medir la actividad económica, incluidas las rentas de los hogares, con la mayor exhaustividad y precisión posibles. Para ello es necesario combinar datos de una gran diversidad de fuentes y estimar variables para las que no se dispone de datos directos⁶. En consecuencia, no todos los componentes de la renta disponible medidos en las cuentas nacionales están a disposición de los hogares como renta líquida positiva y, por consiguiente, puede que no queden reflejados en su percepción sobre la renta (cuadro A). Ello se debe principalmente a que, en comparación con el segundo semestre de 2022, en la primera mitad de 2023, las rentas no salariales, excluida la renta fiscal neta, se vieron beneficiadas sobre todo por el crecimiento excepcionalmente acusado del excedente bruto de explotación y del fuerte avance de los SIFMI, ninguno de los cuales generó renta líquida positiva para los hogares (gráfico B).

⁶ Para un análisis de la conciliación de los datos sobre renta de las cuentas nacionales con los obtenidos de encuestas en el contexto de las estadísticas de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC, por sus siglas en inglés), véase V. Törmälehto, «Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts», *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

Cuadro A

Componentes de la renta y su disponibilidad como renta líquida

Componente de la renta		Cuentas nacionales	¿Genera renta líquida?
Rentas del trabajo	Remuneración de los asalariados	Sueldos y salarios (en efectivo y en especie)	Sí
		Cotizaciones sociales reales a cargo de la empresa	No
		Cotizaciones sociales imputadas a cargo de la empresa	No
Rentas no salariales excluida la renta fiscal neta	Rentas del trabajo por cuenta propia	Renta mixta	Sí
	Rentas de alquiler de inmuebles residenciales y no residenciales	Renta mixta	Sí
	Alquileres imputados	Excedente de explotación	No
	Intereses recibidos antes de la asignación de los SIFMI	Rentas de la propiedad recibidas	Sí
	Intereses pagados antes de la asignación de los SIFMI	Rentas de la propiedad pagadas	Sí
	SIFMI	Renta mixta, excedente de explotación, rentas de la propiedad netas	No
	Otras rentas de inversión (p. ej., dividendos) y rentas (de la tierra y de recursos del subsuelo) recibidas	Rentas de la propiedad recibidas	Sí
Rentas de la propiedad atribuidas a los tomadores de seguros	Rentas de la propiedad recibidas	No	
Renta fiscal neta		Prestaciones sociales recibidas (distintas de las transferencias sociales en especie), cotizaciones sociales (incluidas las cotizaciones a cargo de la empresa) e impuestos sobre la renta pagados, impuestos sobre el patrimonio pagados	Sí
		Transferencias sociales en especie recibidas	No

Fuentes: Eurostat y valoración de expertos del BCE.

Nota: Las cotizaciones sociales (reales e imputadas) a cargo de la empresa no afectan a la renta disponible de los hogares, ya que forman parte tanto de la remuneración de los empleados como de la renta fiscal neta, de modo que aumentan la renta en el primer caso y la reducen en el segundo.

Los SIFMI son servicios de intermediación financiera prestados por entidades financieras que no se facturan explícitamente pero que son importantes para medir los resultados de las entidades de crédito y, por lo tanto, pueden afectar al PIB y a la renta nacional⁷. Los pagos de intereses de los hogares por créditos al consumo e hipotecarios y los intereses recibidos por sus depósitos se registran al tipo de interés interbancario en las cuentas nacionales⁸. Sin embargo, ese tipo es distinto de los tipos de interés realmente aplicados a los hogares, ya que los tipos de los préstamos suelen ser más elevados que el tipo interbancario y los de los depósitos, más bajos. La diferencia entre los intereses pagados y recibidos según las cuentas nacionales y los importes reales se registra como una comisión por servicios implícita que los hogares abonan al sector financiero, que en las cuentas nacionales se contabiliza como SIFMI. Por consiguiente, en dichas cuentas, los SIFMI se utilizan para calcular el valor añadido de los intermediarios financieros (p. ej., entidades de crédito) por servicios financieros prestados sin comisiones por servicios explícitas. En el caso de los hogares, este margen calculado

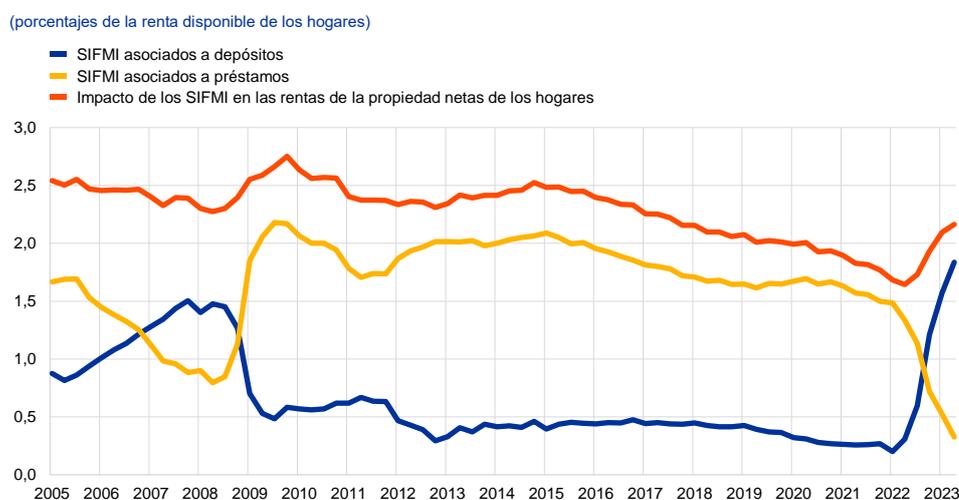
⁷ Para más información sobre el concepto de SIFMI y su tratamiento en las cuentas nacionales, véase el capítulo 14 del manual del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 2010).

⁸ Es el tipo de interés al que se supone que el hogar, en calidad tanto de prestamista como de prestatario, estaría dispuesto a cerrar una operación.

indirectamente se asigna tanto al consumo (como un servicio financiero a los hogares) como a la renta disponible (para compensar la pérdida indirecta de ingresos resultante de los tipos de interés menos favorables aplicados realmente a los hogares), sin que afecte a sus ahorros.

Los SIFMI desempeñan un papel particularmente relevante para la renta y el consumo de los hogares en el contexto actual de aumento acusado de los tipos de interés⁹. Estos servicios tienen un impacto notable en la dinámica de la renta disponible de los hogares en épocas de modificaciones sustanciales de los tipos de interés, como en la fase actual de endurecimiento monetario (gráfico C). Dado que los tipos de interés de los préstamos vivos y de los depósitos de los hogares suelen ajustarse con lentitud, la subida del tipo interbancario provocada por el endurecimiento de la política monetaria desde el verano de 2022 ha llevado a un fuerte incremento de los SIFMI asociados a depósitos y un marcado descenso de los SIFMI asociados a préstamos. Dado el volumen de depósitos de los hogares en comparación con sus préstamos, esta evolución ha incidido positivamente, en última instancia, en sus rentas de la propiedad netas, ya que los SIFMI aumentaron desde una media del 1,7 % de la renta disponible de los hogares en la primera mitad de 2022 hasta el 2,1 % en el primer semestre de 2023.

Gráfico C
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente



Fuentes: Cuentas sectoriales trimestrales del BCE y de Eurostat, y cálculos del BCE.
Notas: Los SIFMI asociados a depósitos se calculan como la diferencia entre los intereses recibidos por los hogares tras la asignación de estos servicios y los intereses realmente recibidos, mientras que los SIFMI asociados a préstamos se calculan como la diferencia entre los intereses realmente pagados y los abonados tras la asignación de los SIFMI. El impacto neto de los SIFMI en los ingresos netos por intereses de los hogares y, por consiguiente, en las rentas de la propiedad netas de este sector es la suma de los SIFMI asociados a depósitos y a préstamos. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2023.

La renta disponible de los hogares también incluye los alquileres imputados, que afectan al excedente bruto de explotación de ese sector. El excedente bruto de explotación de los hogares según figura en las cuentas nacionales mide la diferencia entre la producción de los servicios de vivienda para consumo imputado de los propietarios y el consumo intermedio necesario para la producción de dichos

⁹ Para una valoración del impacto de los SIFMI en Francia, en concreto en los precios de consumo, véase INSEE, «Economic Outlook - Cooling», *Conjoncture in France*, diciembre de 2022.

servicios (p. ej., SIFMI asociados a préstamos hipotecarios) e impuestos. La producción de servicios de vivienda para consumo imputado de los propietarios son los ingresos procedentes de alquileres imputados que habrían recibido si hubiesen arrendado su vivienda¹⁰.

El aumento excepcionalmente pronunciado del excedente bruto de explotación en la primera mitad de 2023 es atribuible tanto al incremento de los alquileres imputados como a la disminución de los SIFMI asociados a préstamos hipotecarios. Es probable que los alquileres imputados se hayan visto afectados positivamente por el aumento de la inflación de los alquileres que, según el índice de precios de la vivienda en alquiler que mide los precios que realmente pagan los inquilinos con fines de elaboración del Índice Armonizado de Precios de Consumo, se incrementó desde un promedio del 2 % en el segundo semestre de 2022 hasta el 2,6 % en la primera mitad de 2023, cuando se situó en máximos históricos (gráfico D). Asimismo, es posible que los SIFMI asociados a préstamos hipotecarios hayan disminuido considerablemente en paralelo a la reducción de los SIFMI relativos al total de préstamos en la primera mitad de 2023 (gráfico C). Ambos factores, es decir, el aumento de los alquileres imputados y la reducción de los SIFMI asociados a préstamos hipotecarios, pueden explicar el notable crecimiento del excedente bruto de explotación de los hogares en el primer semestre de 2023¹¹.

Gráfico D Inflación de los alquileres

(tasas de variación interanual; medias trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2023 y se refiere a octubre.

¹⁰ La inclusión de los alquileres imputados en las cuentas nacionales es importante para obtener una cobertura completa de las actividades inmobiliarias (arrendatarios y propietarios que residen en su vivienda). Con ello se garantiza la comparabilidad internacional del PIB y la renta nacional, dado que las tasas de vivienda en propiedad pueden presentar diferencias sustanciales entre países. No obstante, como los alquileres imputados no son observables, deben estimarse.

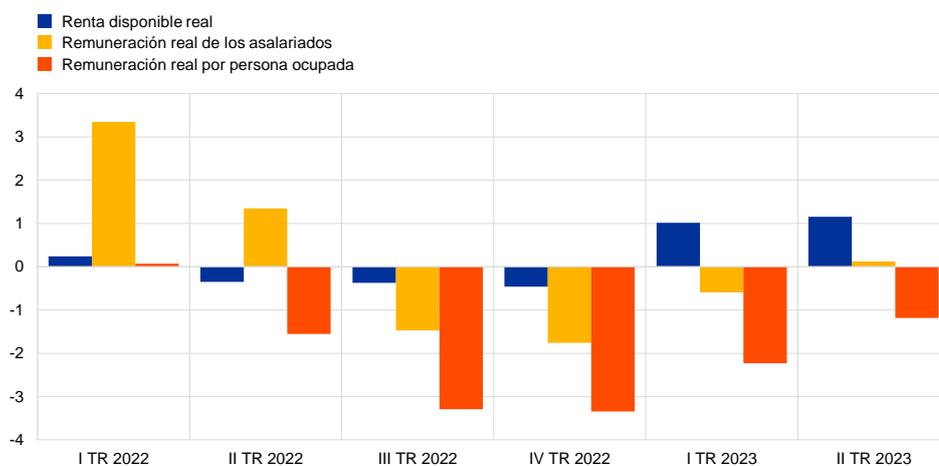
¹¹ El hecho de que los SIFMI asociados a préstamos hipotecarios se añadan a la renta disponible de los hogares a través de las rentas de la propiedad netas y se deduzcan de la renta de los hogares por el canal del excedente bruto de explotación (y de la renta mixta para los hogares que son arrendadores) hace que no afecten a su renta disponible, de modo que el efecto global de estos servicios en la renta disponible de los hogares realmente está determinado por los SIFMI asociados a depósitos y a créditos al consumo. El impacto no se corresponde con los SIFMI que se presentan en los gráficos B y C, que muestran su efecto en las rentas de la propiedad netas de los hogares para las que se dispone de datos oficiales.

Las débiles perspectivas del consumo privado parecen estar en línea con la valoración negativa de los consumidores sobre la evolución reciente de la renta real. Aunque, en las cuentas nacionales, los SIFMI y los alquileres imputados se añaden a la renta disponible de los hogares, no contribuyen a la renta líquida de este sector y, por consiguiente, puede que los hogares no los tengan en cuenta en su percepción sobre la renta. Por ello, es poco probable que estas fuentes de ingresos desempeñen un papel destacado en la evolución del consumo privado¹². Un indicador del crecimiento de la renta de los hogares que debería aproximarse más a lo que los hogares realmente perciben como renta son las rentas del trabajo. De hecho, la deflactación de la remuneración de los asalariados y de la remuneración por persona ocupada por el deflactor del consumo privado sugiere que el crecimiento de la renta real, como perciben muy probablemente los hogares, fue inferior al de la renta real disponible medido por las cuentas nacionales (gráfico E). Ello, a su vez, es acorde con la valoración pesimista de los consumidores acerca de la evolución reciente de la renta real obtenida de encuestas (como se muestra en el gráfico A) y, por tanto, con la debilidad de las perspectivas del consumo privado¹³.

Gráfico E

Evolución de la renta real de los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La evolución de la renta real se obtiene utilizando el deflactor del consumo privado para deflactar la renta nominal.

¹² Esto es acorde con la conclusión de que la mayor propensión al consumo parece corresponder a los componentes más líquidos de la renta (como las rentas del trabajo), y viceversa. Véase G. de Bondt, A. Gieseck, P. Herrero y Z. Zekaite, «Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries», *Working Paper Series*, n.º 2343, BCE, diciembre de 2019.

¹³ Para un análisis de las perspectivas del consumo privado, véase la sección sobre la evolución de la actividad económica en este Boletín Económico.

6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 2 de agosto y el 31 de octubre de 2023

Denis Lungu y Kristian Tötterman

En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2023. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 2 de agosto y el 31 de octubre de 2023 (el «período de referencia»).

El Consejo de Gobierno del BCE subió sus tres tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en sus reuniones del 27 de julio y del 14 de septiembre de 2023. Estos aumentos se hicieron efectivos en el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2023, respectivamente. En su reunión del 27 de julio, el Consejo de Gobierno también decidió bajar al 0 % el tipo aplicado a la remuneración de las reservas mínimas que las entidades de crédito deben mantener en su banco central nacional del Eurosistema. Esta reducción entró en vigor al principio del sexto período de mantenimiento.

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período analizado. Esta disminución se debió principalmente al vencimiento de la quinta operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y a los reembolsos anticipados por parte de las entidades de crédito de la financiación obtenida en otras OFPML el 27 de septiembre de 2023. También obedeció, en cierta medida, a la reducción del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) tras la finalización de las reinversiones del Eurosistema en el marco del APP a partir del 1 de julio. Con todo, la menor provisión de liquidez se vio compensada, en parte, por la contracción continuada de los factores autónomos netos que se inició con el final del entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022, debido fundamentalmente a una caída de los depósitos de las Administraciones Públicas.

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, se redujeron, en promedio, en 101,3 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.735 mm de euros. En comparación con el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2023, esta reducción obedeció íntegramente a una disminución de 101,3 mm de euros —hasta los 1.570 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia de la caída de los factores autónomos de absorción de liquidez y del aumento de los factores autónomos de inyección de

liquidez. Las exigencias de reservas mínimas se mantuvieron sin variación en 165 mm de euros.

Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 83 mm de euros, hasta situarse en 2.720,6 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos.

Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección «Pasivo» del cuadro A) disminuyeron en 32,8 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 222,6 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el quinto período de mantenimiento. Esta disminución refleja la continuación de la normalización de las reservas de tesorería mantenidas por los Tesoros nacionales y, dentro de esas reservas, el ajuste de sus estrategias de gestión de tesorería como consecuencia de los cambios en la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, que hicieron que la colocación de fondos en el mercado fuera más atractiva desde un punto de vista financiero.

Más concretamente, el BCE redujo el límite máximo aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, situándolo en el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) menos 20 puntos básicos a partir del 1 de mayo de 2023.

De acuerdo con el concepto de límite máximo, los bancos centrales nacionales del Eurosistema pueden optar por desviarse de ese límite y remunerar los depósitos de las Administraciones Públicas a un tipo inferior. Por ejemplo, el Deutsche Bundesbank fijó un tipo de interés del 0 % para la remuneración de los depósitos que las Administraciones Públicas mantienen en él con efectos desde el 1 de octubre de 2023. Sin embargo, el impacto a la baja de este cambio en los depósitos afectados se vio compensando por cambios estacionales al alza en otros depósitos de las Administraciones Públicas. La normalización de las condiciones del mercado de *repos* y el aumento de los tipos *repo* con respecto al €STR también han hecho que invertir en el mercado sea una opción más atractiva que mantener depósitos en el Eurosistema. El importe de los billetes en circulación disminuyó, en promedio, en 5,5 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.559,8 mm de euros, debido a la continuación de la reducción observada en las tenencias de billetes desde que los tipos de interés oficiales del BCE abandonaron el terreno negativo. Los otros factores autónomos también descendieron (44,7 mm de euros, en promedio). Este descenso refleja varios cambios en otros activos diversos y en las cuentas de revalorización.

Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 18 mm de euros y se situaron en 1.150,8 mm de euros.

Los activos netos denominados en euros aumentaron en 28,5 mm de euros en el período de referencia. Este aumento obedeció, sobre todo, a la caída continuada de los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro. Ello, a su vez, refleja un ajuste de las estrategias de gestión de tesorería de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS también se ajustó

con efectos a partir del 1 de mayo de 2023. Los activos exteriores netos disminuyeron en 10,5 mm de euros, compensando en parte el descenso de los otros factores autónomos antes mencionado.

En el cuadro A se presenta la situación de liquidez del Eurosistema, incluidas las variaciones de los factores autónomos consideradas anteriormente¹.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023						Período de referencia anterior: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 2 de agosto a 19 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 20 de septiembre a 31 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.720,6	(-83,0)	2.735,5	(-48,0)	2.703,3	(-32,1)	2.803,6	(-128,3)
Billetes en circulación	1.559,8	(-5,5)	1.564,2	(-2,8)	1.554,7	(-9,5)	1.565,4	(+8,2)
Depósitos de las AAPP	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Facilidad de depósito	3.615,1	(-300,3)	3.647,4	(-57,0)	3.577,4	(-70,1)	3.915,4	(-130,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	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) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, 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.

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023						Período de referencia anterior: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 2 de agosto a 19 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 20 de septiembre a 31 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.150,8	(+18,0)	1.139,5	(+19,6)	1.164,0	(+24,5)	1.132,8	(+61,8)
Activos exteriores netos	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Activos netos denominados en euros	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Instrumentos de política monetaria	5.359,5	(-406,7)	5.417,9	(-128,1)	5.291,5	(-126,4)	5.766,2	(-327,1)
Operaciones de mercado abierto	5.359,4	(-406,7)	5.417,8	(-128,1)	5.291,4	(-126,4)	5.766,1	(-327,2)
Operaciones de crédito	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
OPF	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
OPFML a tres meses	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
Operaciones TLTRO III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Carteras en firme ¹⁾	4.791,2	(-77,3)	4.811,2	(-41,8)	4.767,9	(-43,3)	4.868,6	(-52,5)
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. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «OPFML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo.

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: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023						Período de referencia anterior: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 2 de agosto a 19 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 20 de septiembre a 31 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	1.735,0	(-101,3)	1.761,4	(-67,8)	1.704,1	(-57,3)	1.836,3	(-190,4)
Factores autónomos netos ²⁾	1.570,0	(-101,3)	1.596,1	(-68,0)	1.539,6	(-56,6)	1.671,3	(-190,1)
Exceso de liquidez ³⁾	3.624,5	(-305,3)	3.656,4	(-60,2)	3.587,3	(-69,0)	3.929,8	(-136,8)

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: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023				Período de referencia anterior: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023			
	Quinto período de mantenimiento: 2 de agosto a 19 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 20 de septiembre a 31 de octubre		Tercer período de mantenimiento		Cuarto período de mantenimiento	
OPF	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Facilidad marginal de crédito	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Facilidad de depósito	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. El €STR es el tipo a corto plazo del euro.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 406,7 mm de euros, hasta un importe de 5.359,5 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Esta

reducción de liquidez obedeció principalmente a la contracción de las operaciones de crédito.

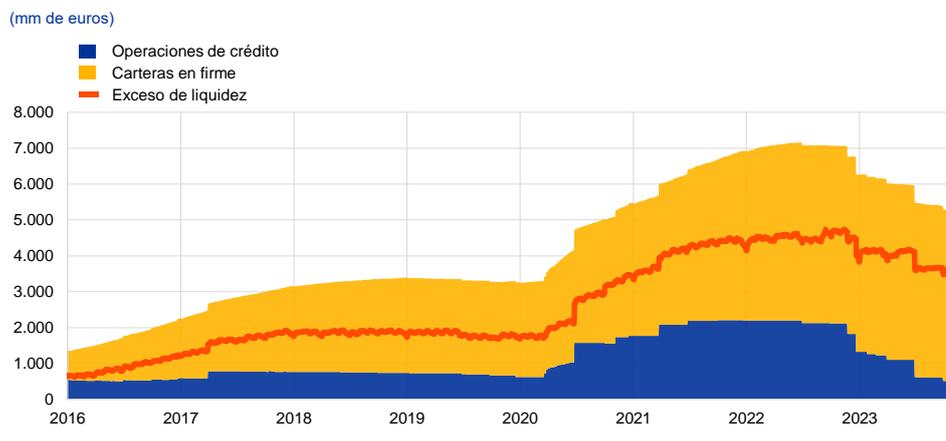
La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 329,3 mm de euros, hasta los 568,2 mm de euros, durante el período de referencia. Esta disminución refleja en gran medida la caída de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido a: i) el vencimiento de la quinta operación TLTRO III (66,7 mm de euros) y los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras OFPML (34,2 mm de euros) el 27 de septiembre, y ii) el vencimiento de la cuarta operación TLTRO III (476,8 mm de euros) y los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras OFPML (29,5 mm de euros) el 28 de junio, que todavía afectaban al nivel medio de las operaciones de crédito del período de referencia anterior. Las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses, que aumentaron, en promedio, en 0,5 mm de euros y en 4,3 mm de euros, respectivamente, compensaron solo una pequeña parte de la liquidez drenada por los reembolsos de las TLTRO III. Los incrementos limitados de estas operaciones reflejan la holgada situación de liquidez de las entidades de crédito y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme se redujo en 77,3 mm de euros durante el período de referencia. Esta disminución se debió a la finalización, a partir del 1 de julio de 2023, de las reinversiones del principal de los valores que fueron venciendo en el contexto del programa APP. En el marco del programa de compras de emergencia frente

a la pandemia, el principal de los valores que han ido venciendo se ha reinvertido íntegramente desde que se puso fin a las compras netas a finales de marzo de 2022².

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 31 de octubre de 2023.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez disminuyó en 305,3 mm de euros, hasta un importe de 3.624,5 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 de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez que tienen las entidades de crédito para cubrir las reservas mínimas. Desde el máximo de 4.748 mm de euros alcanzado en noviembre de 2022, el exceso medio de liquidez ha disminuido de forma sostenida como consecuencia de los vencimientos y los reembolsos anticipados de las TLTRO III. La finalización de las reinversiones en el contexto del APP a partir del 1 de julio de 2023 también ha contribuido a esta disminución.

Desde el máximo de 4.748 mm de euros alcanzado en noviembre de 2022, el exceso medio de liquidez ha disminuido de forma sostenida como consecuencia de los vencimientos y los reembolsos anticipados de las TLTRO III. La finalización de las reinversiones en el contexto del APP a partir del 1 de julio de 2023 también ha contribuido a esta disminución.

Evolución de los tipos de interés

El €STR aumentó en 47,8 puntos básicos, desde el 3,404 % el 1 de agosto —último día del período de referencia anterior— hasta el 3,882 % el 31 de octubre —último día del período de referencia actual—, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE³. La transmisión de las subidas de los tipos de política monetaria que se hicieron efectivas en agosto y

² Los valores mantenidos en las carteras en firme 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 estas carteras.

³ El 31 de octubre, el tipo de interés se vio influido por el efecto fin de mes de ese mes.

septiembre de 2023 a los tipos de interés del mercado monetario a un día sin garantía fue inmediata y completa. Los efectos de fin de trimestre y de fin de mes sobre el €STR fueron ligeramente más acusados en septiembre y octubre. Esto puede atribuirse a los intentos de las entidades de crédito de optimizar su base de reservas mínimas con el fin de reducir las exigencias de reservas para el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2023. El €STR cotizó 12 puntos básicos y 11,8 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito al final de septiembre y de octubre, respectivamente, algo por encima del diferencial medio de 10,8 puntos básicos a fin de trimestre y a fin de mes observado en 2023.

El tipo *repo* de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de 49,6 puntos básicos y pasó del 3,438 % el 1 de agosto al 3,934 % el 31 de octubre. Al igual que en el mercado monetario sin garantía, la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE al mercado monetario con garantía fue inmediata y completa. El mercado de *repos* siguió funcionando ordenadamente debido a varios factores, como el aumento de las emisiones netas efectuadas desde principios de año y la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las OFPML que fueron venciendo, así como la disminución de los saldos vivos de valores mantenidos en el marco del APP.

Ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas

Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik y Mika Tujula

Este recuadro se centra en la evolución de los ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas en un contexto de aumento de los tipos de interés.

El BCE inició una serie de subidas de los tipos de interés oficiales en julio de 2022, después de haberlos mantenido en niveles bajos durante una década. Las modificaciones de los tipos oficiales afectan a los rendimientos recibidos por los activos remunerados, como los depósitos bancarios, y a los tipos de interés pagados por los pasivos con coste, como los préstamos y los bonos. Estos influyen a su vez en los ingresos y pagos por intereses de los hogares y las empresas, al igual que el volumen, el vencimiento residual y el plazo hasta la revisión de los tipos de los activos y pasivos remunerados. Los ingresos netos por intereses, es decir, los intereses recibidos menos los intereses pagados, captan un canal directo a través del cual las variaciones de los tipos de interés oficiales del BCE se transmiten a los ahorradores y a los prestatarios a través de los tipos de interés aplicables a sus activos y pasivos¹. Este canal se suma a los incentivos que ofrecen los tipos de interés de los nuevos préstamos e instrumentos de ahorro, así como a otros canales de transmisión que afectan a los hogares y las empresas que están fuera del alcance de este recuadro².

Los ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas han sido negativos a nivel agregado de la zona del euro en los últimos años. Asimismo, sectores como Administraciones Públicas y, en mucha menor medida, el resto del mundo, también han registrado ingresos netos por intereses negativos. Esto contrasta notablemente con la situación de las instituciones financieras, que han generado elevados márgenes de intereses positivos. Desde 2007, los intereses pagados han superado a los intereses recibidos en hasta el 1 % del PIB en el caso de los hogares de la zona del euro y en hasta el 2,5 % en el de las empresas (gráfico A). El ajuste de los ingresos netos por intereses en el último ciclo de subidas de tipos de interés del BCE difiere entre estos dos sectores. Los ingresos netos por

¹ Este recuadro se centra en los ingresos netos por intereses antes de la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), ya que de esta forma se reflejan con mayor precisión los tipos de interés efectivos de los préstamos y los depósitos. Este enfoque contrasta con la medición de los ingresos netos por intereses en las cuentas nacionales, que se registran después de la asignación de los SIFMI, es decir, los intereses pagados y los intereses recibidos se calculan como si los depósitos y los préstamos se pagaran sobre la base de un tipo de referencia, o el tipo de financiación interbancaria. Los SIFMI se utilizan en las cuentas nacionales para calcular el valor de los servicios de intermediación prestados por instituciones financieras que no tienen comisiones explícitas por servicios. Para más información, véanse el capítulo 14 del [Reglamento \(UE\) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea](#) (DO L 174 de 26.6.2013, p. 1), y «Household Income», *Economic Outlook*, INSEE, 15 de diciembre de 2022.

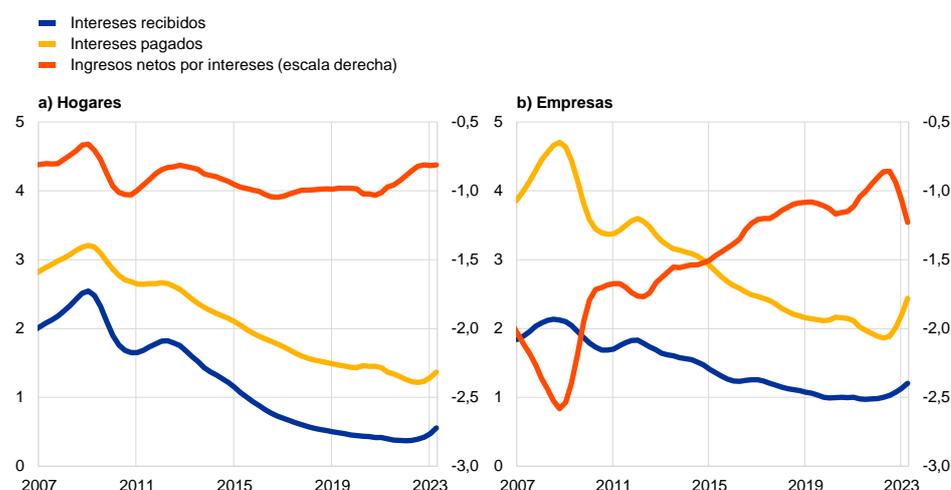
² Para más información sobre este tema, véase el recuadro titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016. Para una descripción de los principales canales de transmisión de la política monetaria, véase P. R. Lane, «The banking channel of monetary policy tightening in the euro area», intervención en el Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 de julio de 2023.

intereses de las empresas de la zona del euro en porcentaje del PIB se han reducido en 0,3 puntos porcentuales desde finales de 2021, mientras que los de los hogares han aumentado en 0,1 puntos porcentuales. Esta evolución divergente refleja una revisión más gradual de los intereses pagados por los hogares sobre el saldo vivo de su deuda en comparación con las empresas, lo que es atribuible, en gran medida, a la mayor proporción de préstamos a tipo fijo de los hogares³.

Gráfico A

Intereses recibidos, intereses pagados e ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas en la zona del euro

(flujos de cuatro trimestres en porcentaje del producto interior bruto nominal)



Fuentes: Datos de Eurostat y de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE y cálculos de los autores.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

La diferencia entre los tipos de interés recibidos por los activos y los pagados por los pasivos es un importante factor determinante de los ingresos netos.

Pese a que la posición acreedora neta nominal es positiva, los ingresos netos por intereses negativos de los hogares a nivel agregado de la zona del euro indican que el tipo de interés medio pagado por la deuda viva es superior al tipo de interés medio recibido por los saldos vivos de depósitos, como consecuencia de los servicios de transformación de plazos prestados por las instituciones financieras y de los márgenes de intermediación financiera asociados (gráfico B). En términos de dinámica, desde finales de 2021, los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro se han beneficiado del ajuste gradual de los tipos de interés de los saldos vivos de las hipotecas debido a su mayor duración, a pesar del rápido aumento de los tipos de interés hipotecarios de las nuevas operaciones. Aunque los hogares están reequilibrando activamente sus carteras de activos en favor de los depósitos a plazo y los valores representativos de deuda, los intereses recibidos se han visto atenuados por la elevada proporción de ahorro que mantienen en depósitos a la vista. Estos instrumentos suelen tener una remuneración más baja y reaccionan menos a las variaciones de los tipos de interés oficiales. El tipo de interés obtenido de los ingresos por intereses recibidos por los hogares sigue un

³ Para conocer el peso de los préstamos a tipo de interés fijo de los hogares y las empresas en la zona del euro, véase P. R. Lane, *op. cit.*

patrón similar al del tipo de interés sintético de los saldos vivos de depósitos de este sector. El panorama de los tipos de interés pagados y recibidos por las empresas es comparable, aunque el tipo de interés que se obtiene de los ingresos por intereses recibidos es mucho más elevado que el tipo de interés sintético de los saldos vivos de depósitos. Estos depósitos solo representan alrededor de un tercio de los activos remunerados de las empresas, y la mayoría están asociados a préstamos entre empresas relacionadas que tienen mayor rentabilidad.

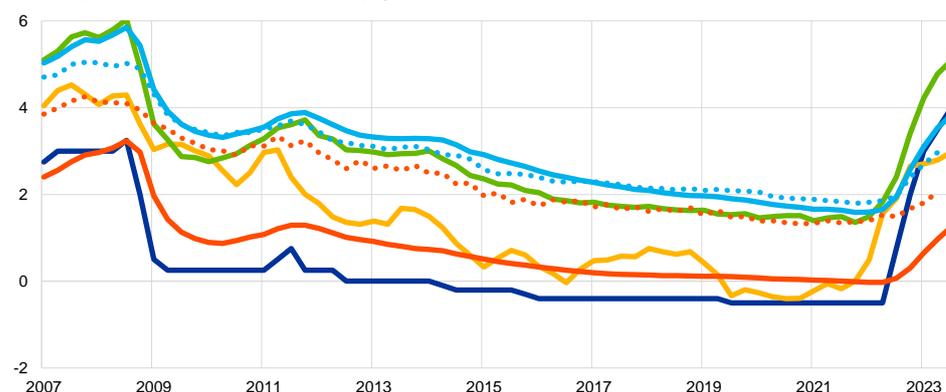
Gráfico B

Tipos de interés de los depósitos y los préstamos a hogares y a empresas de la zona del euro

a) Hogares

(porcentajes)

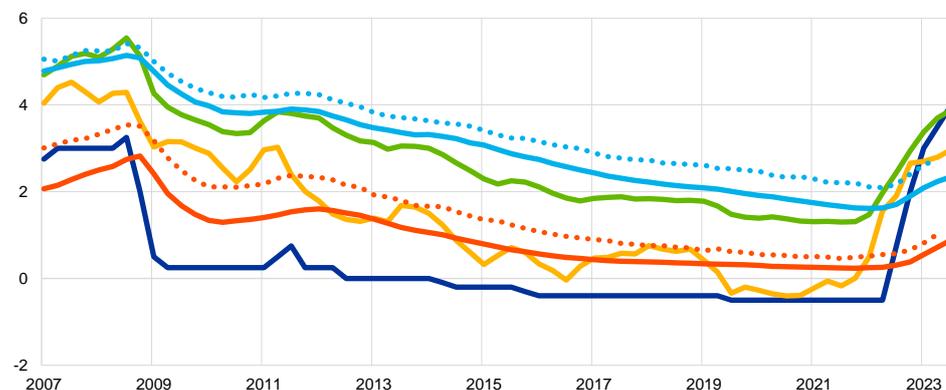
- Tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE
- Tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años
- Tipo de interés sintético de los saldos vivos de depósitos de los hogares
- Indicador del coste de financiación de los hogares para la adquisición de vivienda
- Tipo de interés sintético de las hipotecas vivas de los hogares
- Tipo de interés obtenido de los intereses recibidos
- Tipo de interés obtenido de los intereses pagados



b) Empresas

(porcentajes)

- Tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE
- Tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años
- Tipo de interés sintético de los saldos vivos de depósitos de las empresas
- Indicador del coste de financiación de las empresas
- Tipo de interés sintético de los préstamos vivos de las empresas
- Tipo de interés obtenido de los intereses recibidos
- Tipo de interés obtenido de los intereses pagados



Fuentes: Datos de Eurostat y de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE, datos de tipos de interés de las IFM, datos de partidas del balance (BSI) y cálculos de los autores.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para los tipos de interés obtenidos y al tercer trimestre de 2023 para los demás conceptos. El tipo de interés sintético de los depósitos de los hogares es una media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y los depósitos disponibles con preaviso. El tipo de interés sintético de los depósitos de las empresas es una media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y las cesiones temporales, con sus correspondientes ponderaciones.

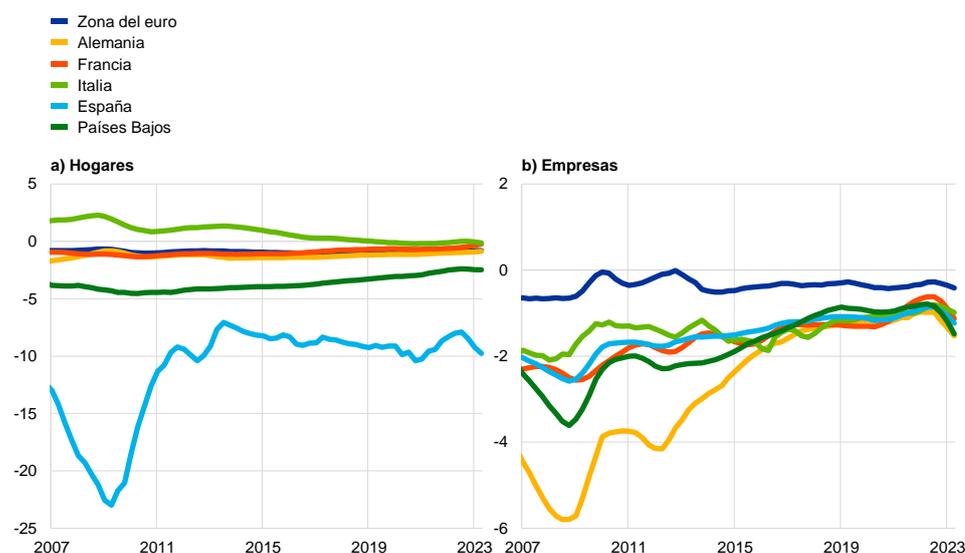
Los ingresos netos por intereses a nivel de la zona del euro ocultan notables disparidades entre países, que reflejan, principalmente, las diferentes posiciones acreedoras netas entre sectores. De los cinco países principales de la zona del euro, los ingresos netos por intereses de los hogares son considerablemente más negativos en España y en los Países Bajos (gráfico C). En

2023, los ingresos netos por intereses de los hogares se situaron en torno al -10% del PIB en España y al -2% en los Países Bajos, mientras que en las demás grandes economías de la zona del euro se situaron próximos al 0% . Los hogares italianos se encuentran en el otro extremo del espectro, con unos ingresos netos por intereses positivos desde hace tiempo, que no pasaron a ser ligeramente negativos hasta 2020. Si se analizan los últimos trimestres, los ingresos netos por intereses de los hogares se han mantenido relativamente estables en todos los países principales de la zona del euro, salvo en España, donde se han reducido de manera visible. Este descenso refleja la proporción comparativamente elevada de hipotecas a tipo variable en España, que permiten una revisión más rápida de los pasivos para ajustarlos a tipos de mercado más elevados, y las tenencias significativas de depósitos a la vista, así como la transmisión más lenta de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de los depósitos en ese país. Los ingresos netos por intereses de las empresas se han reducido en todos los países desde que comenzó el ciclo de subidas de tipos de interés en 2022, habida cuenta del elevado volumen de deuda corporativa a corto plazo o a tipo variable en términos agregados, aunque con diferencias considerables entre países.

Gráfico C

Ingresos netos por intereses en los principales países de la zona del euro

(flujos de cuatro trimestres en porcentaje del producto interior bruto nominal)



Fuentes: Datos de Eurostat y de las cuentas trimestrales sectoriales del BCE y cálculos de los autores.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

Los activos remunerados netos también han sido un importante factor determinante de la evolución de los ingresos netos por intereses y han mostrado una notable diversidad entre países. En el caso de los hogares, los activos remunerados superan a los pasivos en todos los países principales de la

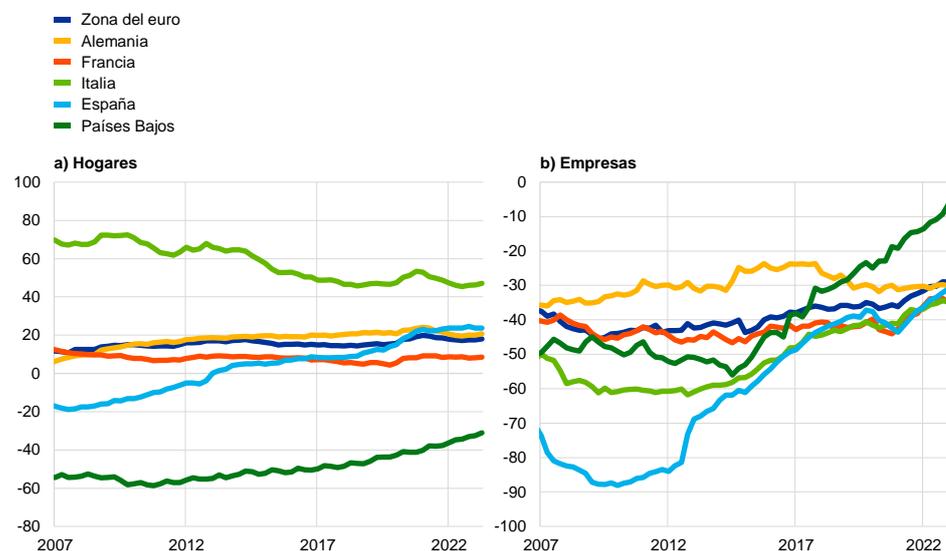
zona del euro, salvo en los Países Bajos (gráfico D)⁴. Los activos remunerados netos han sido sistemáticamente más elevados en Italia que en las otras grandes economías de la zona del euro, debido a su menor nivel de deuda y a las mayores tenencias de activos remunerados, sobre todo valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas. Sin embargo, los activos remunerados netos en porcentaje del PIB se han reducido en ese país desde finales de 2009, como consecuencia de la disminución de las tenencias de valores representativos de deuda, lo que explica la convergencia de los ingresos netos por intereses hacia el total de la zona del euro. En el caso de los Países Bajos, la generalización en el pasado de las hipotecas en las que solo se pagan intereses explica por qué los pasivos son superiores a los activos remunerados y por qué los ingresos netos por intereses son inferiores a los de la zona del euro en su conjunto. Los activos remunerados netos han aumentado en España desde la crisis financiera global, reflejo de la caída del endeudamiento que, junto con el elevado peso de los préstamos a tipo de interés variable y la disminución de los tipos de interés, ha dado lugar a un incremento de los ingresos netos por intereses. No obstante, estos últimos siguen siendo mucho más reducidos en España que en los otros países principales de la zona del euro. Ello se debe a que el peso de los depósitos a la vista con una remuneración más baja en el importe total de activos remunerados en España ha aumentado de manera continuada desde 2014 y actualmente se encuentra en un nivel mucho más alto que en otros países. En el caso de las empresas, los pasivos remunerados superan a los activos en todas las grandes economías de la zona del euro. Los activos remunerados netos, en porcentaje del PIB, se han mantenido relativamente estables en Alemania y Francia durante la última década, pero han mostrado una tendencia constante al alza en España, Italia y los Países Bajos. En España e Italia, la mejora de los ingresos netos por intereses desde 2012 se explica principalmente por el descenso del endeudamiento, al que se suman una elevada proporción de deuda a tipo de interés variable y unos tipos de interés más bajos.

⁴ Además de los depósitos y de los valores representativos de deuda, los hogares también pueden ahorrar comprando acciones, participaciones en fondos de inversión, seguros de vida, productos de pensiones y bienes inmuebles. Las posiciones acreedoras netas de los hogares, a saber, la diferencia entre los activos totales y los pasivos exigibles totales, se situaron entre el 420 % y el 607 % del PIB en los cinco países principales de la zona del euro en el segundo trimestre de 2023.

Gráfico D

Activos remunerados netos en la zona del euro y en los principales países que la integran

(saldo vivo en porcentaje de los flujos de cuatro trimestres del producto interior bruto nominal)



Fuentes: Eurostat, datos de las cuentas trimestrales sectoriales del BCE y cálculos de los autores.

Notas: Los activos remunerados netos son los activos remunerados totales de un sector institucional menos sus pasivos exigibles. Los activos remunerados incluyen depósitos, valores representativos de deuda mantenidos directamente y préstamos concedidos. Los pasivos exigibles de los hogares comprenden préstamos recibidos de todos los sectores institucionales, y los de las empresas incluyen además valores representativos de deuda emitidos. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

En resumen, el efecto de las subidas de los tipos de interés sobre los ingresos netos por intereses depende de si el sector institucional actúa, en términos netos, como prestamista o como prestatario. El aumento de los tipos afecta negativamente a los sectores institucionales que necesitan obtener fondos debido al incremento de los costes de financiación; por el contrario, los ahorradores netos ganan más porque pueden beneficiarse de la mayor remuneración de sus activos. Además, las variaciones de los tipos de interés recibidos y pagados sobre el saldo de activos y pasivos se producen de forma gradual, a medida que se revisan los tipos de los instrumentos a tipo de interés variable y que vencen los instrumentos a tipo de interés fijo preexistentes. Los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro han aumentado en un 0,1 % del PIB desde finales de 2021 y han estimulado ligeramente el gasto en consumo privado a través de la propensión marginal a consumir a cuenta de los ingresos por intereses. Sin embargo, su efecto positivo sobre el consumo ha sido menor que el efecto negativo de los tipos de interés más altos transmitidos a través de otros canales. En cambio, los ingresos netos por intereses de las empresas se han reducido en un 0,3 % del PIB desde finales de 2021, lo que se ha traducido en un descenso de la inversión debido a la sensibilidad de los flujos de caja.

8 La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento

Ramón Adalid, Max Lampe y Silvia Scopel

El ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales que comenzó a mediados de 2022 ha llevado a las entidades de crédito a aumentar los tipos de interés que ofrecen por los depósitos. Hasta ahora, el BCE ha incrementado los tres tipos oficiales en 450 puntos básicos durante el ciclo de endurecimiento. En comparación con los niveles registrados a finales de mayo de 2022, poco antes de que el BCE anunciara su intención de subir los tipos en la conferencia de prensa de junio, los tipos de interés de los nuevos depósitos a plazo y de los depósitos a la vista han experimentado alzas de 372 puntos básicos y 50 puntos básicos, respectivamente.

Con todo, si se comparan con los tipos de interés oficiales, los tipos de los depósitos continúan en niveles ligeramente inferiores a sus patrones históricos, en especial los aplicados a los hogares, y sobre todo a sus depósitos a la vista. Cuando los tipos de interés son positivos, la remuneración de los depósitos a plazo suele seguir de cerca el tipo oficial¹. En octubre de 2023, a las empresas y los hogares de la zona del euro se les ofrecía un tipo de interés anual medio del 3,70 % y el 3,27 %, respectivamente, por los nuevos depósitos a plazo hasta dos años, lo que supone unos diferenciales de -30 puntos básicos y -73 puntos básicos con respecto al tipo de interés oficial. En octubre, el diferencial de los depósitos a plazo de las empresas se situó dentro del rango histórico, mientras que el correspondiente a los hogares fue algo mayor, pero no inédito, ya que fue bastante parecido al observado a principios de 2001, en el pico del ciclo de endurecimiento de 2000-2001. A diferencia de los depósitos a plazo, la remuneración de los depósitos a la vista se mantiene, en general, muy por debajo del tipo oficial cuando los tipos de interés se sitúan en cotas muy superiores a cero, reflejo de los servicios de pago, liquidez y otros servicios que ofrecen estos depósitos (panel a del gráfico A)². Su remuneración también cambia con lentitud, de modo que el diferencial resultante frente al tipo oficial tiende a aumentar durante los ciclos de endurecimiento. Este aumento es acorde con la idea de que unos costes de sustitución elevados otorgan poder de mercado a las entidades de crédito, en particular en el mercado de depósitos a la vista³. En octubre de 2023, el diferencial negativo de estos depósitos era considerablemente mayor que en el período 2007-

¹ El tipo oficial es el tipo de interés que utilizan los bancos centrales para señalar la orientación de su política monetaria. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se utilizaba como tipo de referencia para calcular los diferenciales con respecto a los tipos de los depósitos durante la primera década del euro dado que, en un entorno de niveles muy bajos de exceso de liquidez, el tipo aplicado a esas operaciones era la referencia principal de los tipos de interés de mercado. En cambio, durante la mayor parte de la pasada década, el tipo de la facilidad de depósito se convirtió en el ancla principal de los tipos de interés de mercado en el entorno prevaleciente de abundante exceso de liquidez. En consecuencia, este tipo se ha utilizado para calcular los diferenciales con respecto a los tipos de los depósitos en ese período.

² Véase I. Drechsler, A. Savov y P. Schnabl, «[The deposits channel of monetary policy](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n.º 4 (2017), pp. 1819–1876.

³ Véase A. Polo, «[Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission](#)», *Staff Working Paper* n.º 933, Banco de Inglaterra, 2021.

2008, cuando los tipos se estabilizaron en el pico del ciclo de subidas, pero menor que el nivel en el que se estabilizaron en el ciclo del año 2000. Con todo, se ha de tener en cuenta que la remuneración de los depósitos en 2007-2008 podría haberse visto favorecida, en cierta medida, por las necesidades de liquidez de las entidades cuando comenzó la crisis financiera global. De forma análoga, la dinámica del ciclo actual también parece haberse visto afectada, en parte, por las reducidas necesidades de financiación de los bancos en un contexto de debilidad del crédito y de menos competencia en algunos segmentos del mercado de depósitos⁴.

Las variaciones acumuladas de los tipos de interés de los depósitos han sido relativamente limitadas, debido, en parte, a que estos tipos se situaban por encima del tipo de interés oficial en el período de tipos de interés negativos que precedió al ciclo actual, pero también a una transmisión realmente más débil a los tipos aplicados a los depósitos a la vista de los hogares. La ratio entre el aumento de los tipos de los depósitos y la subida de los tipos oficiales es una medida ampliamente utilizada para comparar la intensidad de la traslación de los tipos oficiales a los de los depósitos en distintos ciclos de endurecimiento. Esta ratio suele denominarse «beta de los depósitos». No obstante, esta medida es sensible al punto de partida, sobre todo si, en ese punto, el diferencial entre el tipo de los depósitos y el tipo oficial se aparta de las regularidades históricas. Este fue el caso al comienzo del actual ciclo de endurecimiento, ya que, a mediados de 2022, los diferenciales entre ambos tipos eran negativos (parte derecha del panel a del gráfico A). Estos diferenciales invertidos de los depósitos reflejan las reticencias de las entidades de crédito a trasladar los tipos de interés negativos a sus depositantes minoristas, debido a los obstáculos legales y a los riesgos de litigio, o a los temores de retiradas de depósitos⁵. La finalización del período de tipos negativos y muy bajos permitió que los diferenciales entre el tipo de interés oficial y los aplicados a los depósitos volvieran a aproximarse a sus patrones históricos, y dio lugar a un período en el que las subidas de los tipos oficiales fueron acompañadas solo de incrementos menores de los tipos de los depósitos. Por este motivo, cuando se utilizan las betas de los depósitos para comparar la intensidad de la traslación a los tipos de los depósitos con respecto a episodios anteriores es importante excluir el período de bajos tipos de interés oficiales. Por ejemplo, se podría excluir el período durante el cual el tipo oficial era inferior al 2 %, el nivel vigente al principio del ciclo anterior. De este modo, las betas aumentan para todos los depósitos a la vista, así como para los depósitos a plazo de los hogares. El hecho de que, actualmente, el peso de los depósitos a la vista de las empresas y los hogares sea mayor que en el pasado es otro factor que afecta a las betas agregadas de los depósitos, es decir, las que ponderan las subidas de los tipos de distintas clases de depósitos sobre la base de sus saldos vivos (panel b del gráfico B). Si se utilizan las proporciones de depósitos del ciclo de endurecimiento de 2005-2007 (en lugar de las proporciones actuales) para combinar la remuneración de los depósitos a la vista y de los depósitos a plazo, la beta resultante se acerca a la de ciclos de subidas anteriores, pero sigue siendo algo más baja (panel b del gráfico A). Esto se debe, sobre todo, a

⁴ Véase S. Mayordomo e I. Roibás, «La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios», *Documentos Ocasionales*, n.º 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Véase el artículo titulado, «Negative rates and the transmission of monetary policy», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

que la transmisión de los aumentos de los tipos oficiales a los depósitos a la vista de los hogares es realmente más débil.

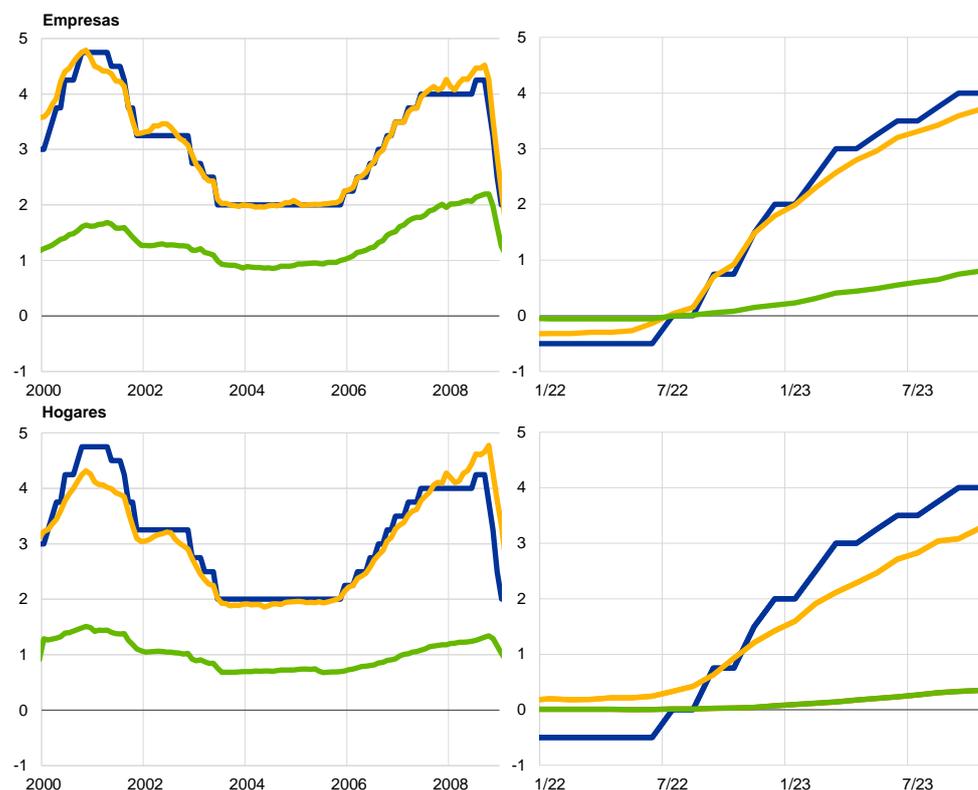
Gráfico A

Traslación de los tipos de interés en la zona del euro

a) Niveles de los tipos de interés

(porcentajes)

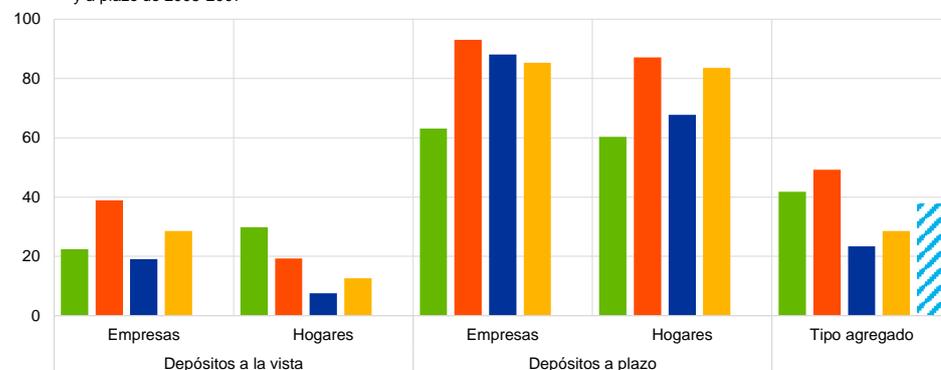
- Tipo de interés oficial de referencia del BCE
- Depósitos a plazo
- Depósitos a la vista



b) Betas de los depósitos

(porcentajes)

- Ciclo 1999-2000
- Ciclo 2005-2007
- Ciclo actual
- Ciclo actual (desde que el tipo de interés oficial se situó en el 2 %)
- Ciclo actual (desde que el tipo de interés oficial se situó en el 2 %) con ponderaciones basadas en los depósitos a la vista y a plazo de 2005-2007



Fuente: BCE.

Notas: «Depósitos a plazo» se refiere a los tipos de interés de los nuevos depósitos a plazo hasta dos años. Las betas de los depósitos se definen como la ratio entre el aumento de los tipos de los depósitos y el de los tipos de interés oficiales. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

El aumento de la remuneración de los depósitos a plazo y de los bonos tras un largo período de tipos de interés bajos o negativos ha incentivado desplazamientos a estos instrumentos desde los depósitos a la vista y otros depósitos de baja remuneración. Durante el período de tipos de interés reducidos,

el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista era muy bajo, por lo que los hogares y las empresas acumularon prácticamente todos sus nuevos saldos monetarios en estos depósitos (panel a del gráfico B). La fase actual de endurecimiento de la política monetaria, y su transmisión a los tipos de interés de los depósitos y a los rendimientos de otros activos financieros, ha incrementado el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista hasta niveles similares a los registrados en ciclos de endurecimiento previos. Esto ha llevado a las empresas y los hogares a mover una proporción significativa de su *stock* inusualmente elevado de depósitos a la vista a depósitos a plazo y bonos. Dicho *stock* ha disminuido con respecto a mediados de 2022, pero continúa siendo alto en términos históricos. Esto es aún más evidente para los hogares que para las empresas (panel b del gráfico B)⁶, lo que podría explicar la moderación observada en los desplazamientos de depósitos por parte de las empresas durante los dos últimos trimestres.

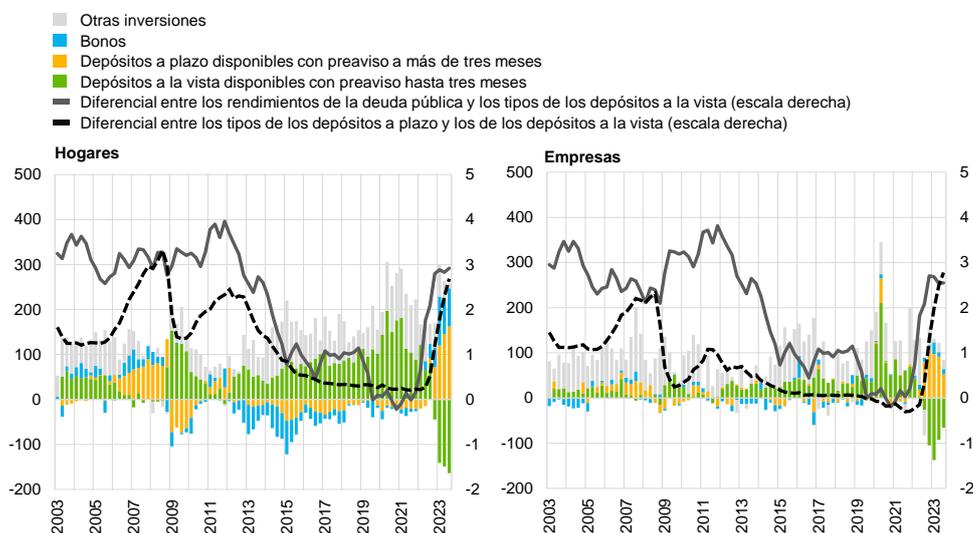
⁶ El cuarto trimestre de 2005 se utiliza como referencia a efectos de comparación porque fue cuando comenzó el ciclo de endurecimiento ese año. Si se utilizara como referencia la media de un período más largo (como el empleado en la parte derecha del panel a del gráfico A), la conclusión de que el peso de los depósitos a la vista todavía es sustancialmente mayor que en el pasado no cambiaría, sobre todo para el sector hogares.

Gráfico B

Recomposición de carteras

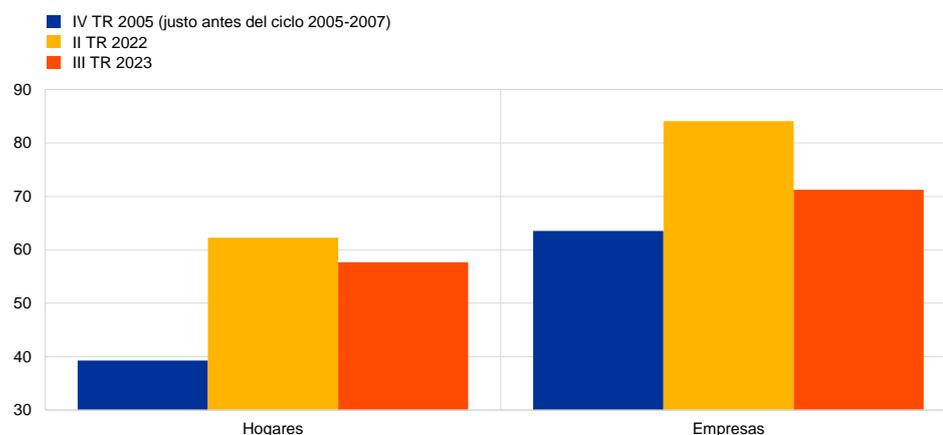
a) Inversión financiera de las empresas y los hogares

(escala izquierda: flujos trimestrales, mm de euros; escala derecha: puntos porcentuales)



b) Depósitos a la vista

(en porcentaje del total de depósitos)



Fuente: BCE.

En general, además de afectar a las decisiones de cartera de los hogares y las empresas, los cambios en la política monetaria influyen en la creación de dinero de diversas maneras. En primer lugar, a través de la creación de crédito, ya que la concesión de crédito por parte de los bancos se plasma inmediatamente en un aumento de los saldos de los depósitos de los prestatarios, que pueden utilizar los fondos para sus pagos y otras transacciones⁷. En segundo lugar, de manera similar, los saldos del agregado monetario amplio se incrementan cuando el banco central adquiere activos a residentes en la zona del euro distintos de entidades de

⁷ Esto no implica que los bancos puedan crear depósitos ilimitados. Primero, es posible que los depósitos creados acaben en otros bancos. Segundo, para conceder crédito, las entidades deben tener en cuenta, entre otros factores, su posición general de financiación y de solvencia, y el riesgo de sus exposiciones, así como cumplir con las obligaciones regulatorias.

crédito, y también cuando no residentes adquieren bienes, servicios y activos financieros a los citados residentes⁸. Por último, el crédito concedido por el banco central a las entidades de crédito también puede dar lugar a la creación de dinero en la medida en que sustituye a la financiación mediante bonos, liberando así fondos que los depositantes pueden mantener en sus cuentas.

La fase actual de endurecimiento de la política monetaria ha debilitado la creación de M3, que se situó en terreno negativo en un nivel históricamente bajo. Desde que comenzó el actual ciclo de endurecimiento, los tipos de interés más elevados han reducido considerablemente tanto la demanda como la oferta de préstamos. Esto ha contraído drásticamente los volúmenes de crédito, una fuente habitual de creación de dinero. Además, la reducción del balance del Eurosistema ha intensificado la disminución de la oferta de crédito y ha tenido un efecto moderador directo en M3 a través de dos canales: i) los reembolsos de las OFPML, que incentivan a los bancos a emitir bonos a largo plazo, rebajando con ello los saldos monetarios conforme los depositantes adquieren esos bonos, y ii) las amortizaciones progresivas de la cartera del programa de compras de activos, que retiran dinero en circulación⁹. En consecuencia, la contribución de los préstamos concedidos a las empresas y los hogares al avance interanual de M3 disminuyó de 4 puntos porcentuales a mediados de 2022 a alrededor de cero en octubre de 2023, mientras que, actualmente, la emisión de bonos bancarios está detrayendo aproximadamente 1,5 puntos porcentuales del saldo interanual de M3. La contribución directa de las compras del Eurosistema pasó a ser negativa, de casi 6 puntos porcentuales a principios de 2022 a -1 punto porcentual en octubre de 2023. No obstante, esta evolución se ha visto contrarrestada en gran parte por las compras de deuda pública por parte de inversores de fuera de la zona del euro, si bien, en la actualidad, las adquisiciones de valores de renta fija por los hogares están afectando ligeramente a la dinámica monetaria. Asimismo, la recuperación del superávit de las cuentas corriente y de capital, que también refleja el debilitamiento de la demanda interna de bienes importados, ha favorecido más las entradas netas de flujos monetarios del exterior desde finales de 2022 (panel a del gráfico C).

⁸ M3 comprende principalmente pasivos a corto plazo y líquidos emitidos por las instituciones financieras monetarias y mantenidos por el sector tenedor de dinero.

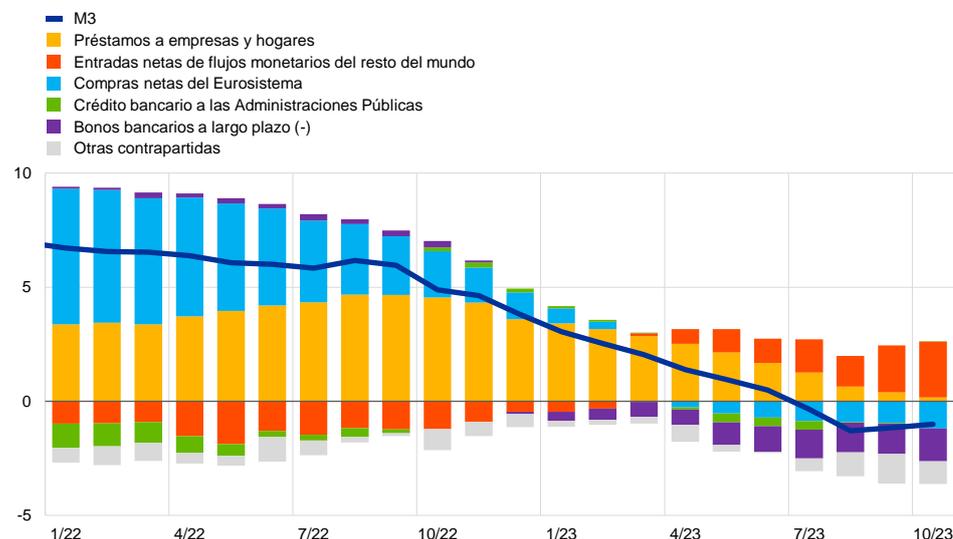
⁹ Véase P. Lane, «[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)», intervención en el Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 de julio de 2023.

Gráfico C

Agregados monetarios

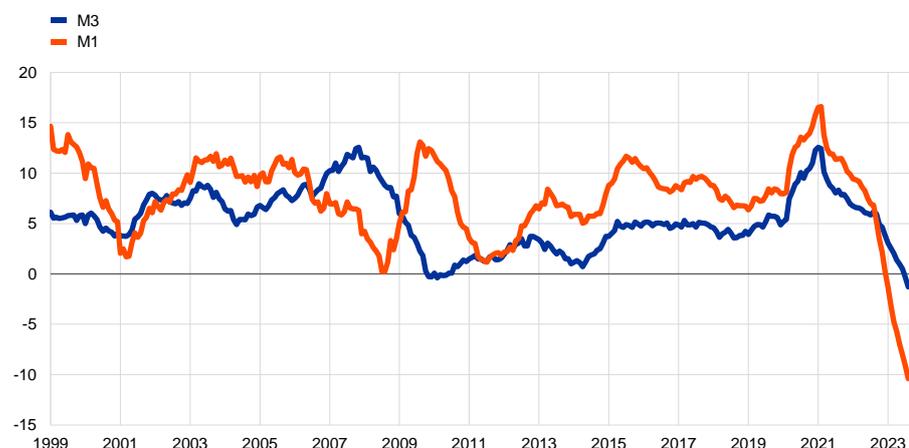
a) Fuentes de creación de dinero

(tasas de variación interanual; contribuciones a las tasas de variación interanual)



b) Agregados monetarios

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

Los desplazamientos de depósitos y la contracción del agregado monetario amplio han derivado en un crecimiento negativo del agregado monetario estrecho M1 de una magnitud sin precedentes. Como los depósitos a la vista son el componente principal de M1, los trasvases desde estos depósitos han dado lugar a una disminución inédita de este agregado (alrededor de un 10 % desde el verano, panel b del gráfico C). Dado que, históricamente, el avance de M1 ha tenido buenas capacidades predictivas del crecimiento del PIB real, este descenso ha suscitado preocupación sobre la posibilidad de una mayor ralentización de la actividad económica¹⁰. En parte, esta relación se establece por la vía de las decisiones de

¹⁰ Véase el recuadro titulado «La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

consumo, ahorro e inversión, porque M1 es un indicador relevante del grado de liquidez de la economía. No obstante, en la situación actual, los desplazamientos en curso en detrimento de los depósitos a la vista y el anterior crecimiento acusado de M1 desde 2015 —que en gran medida estuvo vinculado a la combinación de las compras netas de activos y los bajos niveles de los tipos de interés— pueden estar distorsionando la señal habitual. Dicho de otro modo, en principio, una reducción de M1 resultante de una recomposición de carteras en detrimento de los depósitos a la vista debería tener un efecto más contenido en la capacidad de gasto de los agentes y, por consiguiente, causar un impacto negativo más limitado sobre el PIB que cuando se produce una disminución típica de este agregado, en particular si se tiene en cuenta que el *stock* de depósitos a la vista continúa siendo relativamente elevado en comparación con las regularidades históricas. Con todo, esto no quiere decir que M1 no deba tenerse en cuenta, sobre todo si su evolución va acompañada de tensiones en los mercados financieros y de una mayor demanda de liquidez.

Artículo

1 Liquidación de operaciones mayoristas en dinero de banco central como respuesta al proceso de innovación tecnológica

Holger Neuhaus y Mirjam Plooij

Introducción

A través de los servicios TARGET, el Eurosistema facilita la liquidación de operaciones financieras mayoristas en dinero de banco central, el activo de liquidación más seguro y líquido. La posibilidad de liquidar estas operaciones en dinero de banco central (esto es, en forma de reservas que las entidades financieras mantienen en el banco central) contribuye a reducir los riesgos para el sistema financiero y a respaldar la estabilidad financiera y la confianza en la divisa. La provisión de infraestructuras de liquidación es una de las vías que utiliza el Eurosistema para desempeñar su función básica de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago¹.

El Eurosistema continúa modernizando sus infraestructuras de liquidación y adaptándolas a las necesidades cambiantes de los usuarios. El Eurosistema se ha comprometido a proveer euros de banco central para la liquidación de operaciones a través de infraestructuras que sean adecuadas para este propósito y que hagan uso de un fondo único de liquidez en dinero de banco central. Aunque las entidades mantengan varias cuentas en el ámbito de los servicios TARGET, deberían poder gestionar su liquidez entre estas cuentas de forma que funcionen, de hecho, como un único fondo. De acuerdo con este compromiso, el Eurosistema ha consolidado, desde una perspectiva técnica y funcional, sus pagos mayoristas (anteriormente TARGET2, sustituido ahora por T2) y sus servicios de liquidación de valores (T2S). También tiene previsto poner en marcha un sistema unificado —el Sistema de Gestión de Activos de Garantía del Eurosistema— para gestionar los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, en sustitución de los sistemas actualmente empleados por los bancos centrales nacionales.

El Eurosistema está analizando el potencial impacto de las tecnologías emergentes, incluida la tecnología de registros distribuidos (DLT, por sus siglas en inglés), en la liquidación de las operaciones financieras mayoristas.

Esta labor se inició en respuesta al creciente interés del sector financiero por las posibles aplicaciones de la tecnología DLT en ámbitos como la liquidación de operaciones con valores por el procedimiento de entrega contra pago y la liquidación de pagos multidivisa por el procedimiento de pago contra pago. En caso

¹ Artículo 127 del [Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea](#) (DO C 326 de 26.10.2012, p. 47).

de que la adopción de la tecnología DLT por los participantes en el mercado fuera significativa, los bancos centrales podrían tener que efectuar cambios para garantizar que las operaciones mayoristas puedan seguir liquidándose en dinero de banco central.

El análisis inicial del Eurosistema consistió en un sondeo entre diversos agentes y una evaluación de las posibles respuestas en caso de una adopción significativa de la tecnología DLT. El Eurosistema recabó la opinión de los agentes de los mercados financieros sobre el posible uso de esta tecnología en el futuro en operaciones financieras mayoristas y sobre cómo podrían liquidarse dichas operaciones en dinero de banco central. Si la utilización de la tecnología DLT adquiriera mayor protagonismo en las operaciones financieras mayoristas, el Eurosistema podría responder permitiendo que las plataformas DLT del mercado interactúen de manera fluida con las infraestructuras del Eurosistema basadas en la tecnología existente, o haciendo que el dinero de banco central esté disponible en un nuevo formato que pueda registrarse y transferirse en una plataforma DLT. Estas respuestas no son excluyentes entre sí.

Tras realizar este análisis inicial, el Eurosistema ha comenzado un trabajo de exploración de carácter práctico. La finalidad de este trabajo es conocer mejor cómo se podría facilitar la interacción entre las infraestructuras existentes o nuevas basadas en DLT para la liquidación de operaciones en dinero de banco central y las plataformas DLT del mercado. El trabajo de exploración consiste en experimentos en los que solo se liquidarán operaciones ficticias en un entorno de pruebas, y ensayos en los que se liquidará un número limitado de operaciones reales.

En este artículo se analizan los motivos por los que el Eurosistema está explorando la liquidación en dinero de banco central de operaciones registradas en plataformas DLT, los resultados de su análisis hasta el momento y los próximos pasos previstos. En la sección 2 se presenta información relativa al papel del dinero de banco central en la liquidación de operaciones financieras mayoristas. En la sección 3 se examinan los desarrollos del mercado en relación con el uso de nuevas tecnologías, como la tecnología DLT, para estas operaciones. En la sección 4 se estudian las implicaciones derivadas de la potencial adopción de la DLT por el mercado para las infraestructuras de liquidación mayorista en dinero de banco central del Eurosistema. Por último, en la sección 5 se describen los planes del Eurosistema para seguir explorando cómo podrían liquidarse en dinero de banco central las operaciones financieras mayoristas registradas en plataformas DLT.

[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

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu
Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Las definiciones metodológicas, las notas generales y las notas técnicas de los cuadros estadísticos se encuentran en la sección «Methodology» ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
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

-	No existen datos/dato no aplicable
.	Dato no disponible por el momento
...	Cero o no significativo
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						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 ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-2,9	-2,2	-10,4	-4,1	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 IV TR	0,5	0,6	0,1	0,2	0,8	-0,1	10,1	7,5	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 I TR	1,0	0,6	0,3	1,2	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
II TR	0,6	0,5	0,2	0,9	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
III TR	0,7	1,3	0,0	-0,7	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	.	5,0
2023 Jun	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,0	7,9	3,3	0,0	5,5
Jul	-	-	-	-	-	-	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3
Ago	-	-	-	-	-	-	6,4	6,8	3,7	6,7	3,2	0,1	5,2
Sep	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Oct	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	.	.	.	2,4

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 ¹⁾					
	PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,3	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,1	45,3	-4,1	-4,1	-4,0
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,6	4,3	0,9
2022 I TR	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,3
II TR	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,2
III TR	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,0	47,6	0,6	-0,4	1,7
IV TR	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,9	-1,7
2022 Jul	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	50,9	48,6	1,1	0,6	1,8
Ago	49,2	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,0	47,5	1,0	-0,4	2,5
Sep	49,8	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,6	-0,4	1,7
Oct	49,2	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
Nov	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,5	-0,4
Dic	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,9	-1,7

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 periodos; 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 ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					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)												
2020	11.517,2	11.106,0	5.951,3	2.579,7	2.534,3	1.236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5.222,9	4.811,7
2021	12.475,1	11.979,7	6.351,9	2.737,4	2.728,4	1.390,3	761,2	570,3	162,0	495,5	6.171,6	5.676,2
2022	13.492,2	13.248,4	7.062,9	2.899,4	3.019,7	1.561,8	847,0	603,7	266,4	243,7	7.436,2	7.192,5
2022 IV TR	3.457,9	3.383,8	1.828,1	742,7	774,6	398,3	219,0	155,6	38,3	74,1	1.912,6	1.838,5
2023 I TR	3.526,3	3.391,4	1.853,8	738,7	783,5	405,2	223,5	153,1	15,3	134,9	1.898,2	1.763,3
II TR	3.570,4	3.432,4	1.871,5	751,3	788,2	404,3	226,3	155,6	21,4	138,0	1.863,6	1.725,7
III TR	3.591,7	3.452,8	1.895,1	759,3	795,0	406,7	229,0	157,3	3,4	138,9	1.834,4	1.695,5
en porcentaje del PIB												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 IV TR	-0,1	-0,5	-0,8	0,5	-0,4	-0,6	-0,8	0,6	-	-	-0,3	-1,1
2023 I TR	0,1	-0,6	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,3	-1,6
II TR	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,8	0,3	1,4	-	-	-1,1	0,0
III TR	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	-0,3	0,4	0,4	-	-	-1,1	-1,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2022 IV TR	1,8	1,2	1,3	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,3
2023 I TR	1,3	0,6	1,3	-0,2	1,8	-1,0	5,6	3,5	-	-	2,7	1,5
II TR	0,6	0,7	0,6	0,1	1,2	-1,3	4,7	2,5	-	-	-0,4	-0,3
III TR	0,0	-0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	1,8	-0,4	-	-	-2,8	-3,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2022 IV TR	-0,1	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 I TR	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
II TR	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
III TR	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 IV TR	1,8	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 I TR	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,7	-	-
II TR	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
III TR	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-

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 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 y suministro de energía eléctrica, gas y agua	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
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	10.378,7	175,2	2.009,2	549,4	1.807,3	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.192,0	186,6	2.220,3	594,6	2.021,6	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.153,0	213,1	2.456,7	655,3	2.330,2	633,3	523,6	1.304,0	1.396,7	2.269,7	370,4	1.339,2
2022 IV TR	3.134,3	55,8	639,2	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 I TR	3.197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,4	344,5	364,2	581,1	96,7	328,6
II TR	3.232,4	54,4	662,9	179,2	610,7	168,5	149,1	349,1	371,0	589,3	98,2	338,0
III TR	3.245,7	55,3	653,4	180,9	612,7	170,0	150,3	352,9	373,3	597,4	99,5	346,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 IV TR	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 I TR	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,4	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
II TR	0,0	0,1	-0,4	-0,9	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
III TR	0,0	-0,9	-1,0	-0,1	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	1,6	-0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 IV TR	2,2	-3,2	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 I TR	1,7	0,2	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,2	1,9	1,8	1,7	6,6	-2,5
II TR	0,7	1,0	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,6	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
III TR	0,1	0,3	-2,8	0,7	-0,4	3,5	0,4	1,1	1,0	0,9	2,9	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2022 IV TR	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 I TR	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
II TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 IV TR	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2	-
2023 I TR	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
II TR	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
III TR	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	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
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2022 IV TR	1,5	1,7	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,7	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 I TR	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
II TR	1,4	1,4	1,4	-2,3	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
III TR	1,3	1,3	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,2	2,4	1,3	1,7	1,5	1,2	-0,1
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,6	5,8
2022 IV TR	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,8	2,8	1,0	2,6
2023 I TR	2,0	2,3	0,6	-1,0	1,7	1,4	2,9	4,4	1,3	1,9	2,3	1,3	2,1
II TR	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
III TR	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,7	1,2	2,0	1,5	1,3	0,9
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 IV TR	0,6	0,5	1,1	0,0	0,2	0,9	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 I TR	0,3	0,6	-0,8	0,5	0,4	-0,1	0,6	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,1
II TR	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,5	0,2	0,4	0,7
III TR	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,9

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 la población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la 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		51,2		48,8				
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,815	3,1	11,338	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,687	6,4	5,651	7,2	3,1
2022 IV TR	168,610	3,0	11,205	6,6	2,5	8,947	5,9	2,258	14,4	5,592	6,2	5,613	7,1	3,1
2023 I TR	169,441	3,0	11,102	6,6	2,5	8,909	5,8	2,193	13,9	5,580	6,2	5,522	7,0	3,1
II TR	169,791	3,0	10,962	6,5	2,3	8,714	5,7	2,248	14,1	5,532	6,1	5,430	6,8	3,0
III TR	.	.	.	6,5	.	.	5,7	.	14,6	.	6,2	.	6,9	2,9
2023 May	-	-	10,995	6,5	-	8,755	5,7	2,240	14,1	5,516	6,1	5,478	6,9	-
Jun	-	-	10,974	6,5	-	8,733	5,7	2,241	14,1	5,542	6,1	5,432	6,8	-
Jul	-	-	11,156	6,6	-	8,834	5,7	2,322	14,6	5,632	6,2	5,524	6,9	-
Ago	-	-	11,042	6,5	-	8,716	5,7	2,326	14,6	5,584	6,2	5,458	6,9	-
Sep	-	-	11,100	6,5	-	8,748	5,7	2,352	14,7	5,589	6,2	5,512	6,9	-
Oct	-	-	11,120	6,5	-	8,722	5,7	2,398	14,9	5,583	6,2	5,537	6,9	-

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 los 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 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Cifra de negocio de Producción de servicios ¹⁾	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación			Combustible
	1	2	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% 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													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 I TR	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,5	12,4	12,4	-12,3
II TR	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,3	-16,2
III TR	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,6	-0,7	3,1	9,2	1,5
IV TR	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,8	-5,1	-1,9	3,4	6,2	15,3
2023 May	-2,4	-2,0	-5,5	2,7	-3,4	-6,7	0,4	-2,1	-2,8	-1,5	-0,9	4,3	20,3
Jun	-1,1	-0,4	-6,3	4,9	-0,9	-7,3	-0,5	-0,8	-2,6	0,7	-0,9	3,3	19,0
Jul	-2,2	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,3	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,6	16,5
Ago	-5,3	-5,1	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	0,0	-1,8	-2,4	0,0	-7,3	2,8	23,6
Sep	-6,8	-6,9	-4,7	-9,4	-5,9	-6,0	-0,3	-2,9	-0,9	-3,4	-6,7	2,5	8,8
Oct	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,6	-0,5	.	-1,2	-1,5	0,1	-6,4	.	14,1
tasas de variación intermensual (d.)													
2023 May	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	-2,2	0,4	0,4	0,2	0,5	0,5	2,6	-0,2
Jun	-0,1	1,1	-1,0	-0,1	-1,2	0,5	-1,1	0,1	0,1	0,2	-0,4	-0,9	2,2
Jul	-1,3	-4,2	0,1	-3,1	0,6	1,2	0,8	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,5	3,6
Ago	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-0,5	-0,8	-2,2	0,5	4,6
Sep	-1,0	-0,6	-0,4	0,3	-1,3	-1,5	0,4	-0,1	1,0	-0,9	0,4	-0,1	0,0
Oct	-0,7	-0,5	-0,6	-1,4	0,5	1,1	.	0,1	-1,1	0,8	-0,8	.	-2,2

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

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	Ramas de servicios		PMI de manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza de la industria	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	
1999-2020	99,7	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 IV TR	95,3	-0,9	81,4	-24,3	3,1	-4,7	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 I TR	99,2	0,0	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,3	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
II TR	96,9	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,5	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
III TR	93,9	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,1	4,8	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
2023 Jun	95,3	-7,1	-	-16,1	-2,6	-6,0	5,8	-	43,4	44,2	52,0	49,9
Jul	94,6	-9,1	80,0	-15,1	-3,7	-4,5	5,5	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Ago	93,7	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,5	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Sep	93,4	-8,9	-	-17,7	-5,8	-5,7	4,2	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct	93,5	-9,2	79,4	-17,8	-5,5	-7,4	4,6	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov	93,8	-9,5	-	-16,9	-4,8	-7,0	4,9	-	44,2	44,6	48,7	47,6

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 ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	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	
2020	19,6	95,5	-0,1	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,4	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,1	2,1	3,8	19,3	8,6	8,8	49,0	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	8,7	1,9
2022 III TR	14,0	94,3	-0,4	2,7	9,8	3,0	9,3	49,2	25,2	73,6	3,9	24,0	2,7
IV TR	13,7	92,8	-0,5	2,5	5,3	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	1,2	1,9
2023 I TR	13,5	90,9	1,0	2,3	5,5	2,8	5,5	48,5	24,9	69,6	2,4	-1,0	1,3
II TR	13,8	89,4	1,2	2,1	2,1	4,5	4,4	48,1	24,6	68,8	1,7	18,4	0,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, del endeudamiento y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de los derechos por 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 en el 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 ¹⁾	
	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	
2022 IV TR	1.377,4	1.384,8	-7,4	755,1	756,4	313,0	268,8	266,1	277,0	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 I TR	1.390,3	1.352,7	37,6	752,5	697,3	324,0	299,2	273,2	281,1	40,6	75,1	36,0	30,9
II TR	1.394,1	1.332,8	61,3	721,6	668,0	326,9	294,8	301,9	285,0	43,7	85,0	25,2	21,3
III TR	1.382,6	1.299,0	83,7	727,9	636,5	319,6	292,6	293,2	287,1	41,9	82,7	26,8	14,4
2023 Abr	444,3	435,8	8,5	225,7	216,4	107,3	99,4	97,2	91,5	14,1	28,5	7,1	8,0
May	470,7	455,0	15,7	244,2	229,4	110,2	99,2	100,9	98,6	15,4	27,7	5,8	6,4
Jun	479,1	442,0	37,0	251,6	222,2	109,3	96,2	103,9	94,9	14,3	28,7	12,2	7,0
Jul	444,7	423,1	21,6	232,4	208,3	104,0	93,2	94,3	93,5	14,1	28,1	7,9	6,1
Ago	476,6	445,7	30,8	254,5	218,2	107,9	100,2	100,0	100,0	14,1	27,3	8,5	4,5
Sep	461,3	430,1	31,2	241,0	209,9	107,7	99,2	98,9	93,7	13,7	27,3	10,3	3,8
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2023 Sep	5.544,4	5.369,3	175,1	2.957,1	2.758,3	1.283,5	1.155,5	1.134,4	1.130,2	169,4	325,3	146,7	100,7
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2023 Sep	39,2	38,0	1,2	20,9	19,5	9,1	8,2	8,0	8,0	1,2	2,3	1,0	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(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	Manufac-turas	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)												
2022 IV TR	15,3	20,3	736,0	361,4	139,1	221,7	609,3	799,9	481,9	114,6	170,4	521,1	97,1
2023 I TR	8,5	1,1	721,7	346,3	138,1	224,0	595,8	728,9	429,0	114,4	161,9	503,4	78,6
II TR	-1,9	-13,7	708,0	332,6	143,5	216,4	586,1	706,5	409,9	113,5	164,4	502,9	74,0
III TR	-5,7	-22,3	701,7	.	.	.	582,1	677,9	.	.	.	483,9	.
2023 Abr	-3,5	-11,8	233,3	110,1	47,2	71,9	193,2	240,8	141,2	37,9	55,3	169,2	25,5
May	-2,4	-13,0	238,2	110,7	49,3	72,6	195,1	237,4	137,3	39,2	55,4	169,7	24,1
Jun	-0,1	-16,0	236,4	111,8	46,9	71,9	197,8	228,3	131,5	36,4	53,8	164,1	24,4
Jul	-3,1	-18,2	232,5	109,4	46,2	71,3	194,4	229,0	131,6	37,8	53,7	164,0	26,7
Ago	-4,4	-24,6	235,2	110,6	48,7	71,8	194,0	224,0	128,7	36,6	52,5	161,0	27,3
Sep	-9,4	-23,9	234,0	.	.	.	193,7	224,8	.	.	.	159,0	.
	En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)												
2022 IV TR	1,7	2,9	107,5	104,2	109,1	114,7	107,2	120,5	117,3	120,5	122,4	120,7	144,6
2023 I TR	1,6	-1,4	106,6	102,4	105,6	116,9	106,1	116,9	114,9	120,8	116,1	117,8	143,9
II TR	-2,9	-6,0	105,0	100,0	108,5	113,1	105,4	116,4	114,6	122,1	118,1	119,7	157,3
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Mar	2,5	-6,1	106,5	103,0	107,0	115,4	106,6	113,4	111,4	119,6	114,0	116,0	135,7
Abr	-6,2	-5,9	103,2	98,8	107,4	112,1	103,4	118,1	116,2	124,4	118,8	121,3	158,8
May	-3,0	-5,5	106,8	100,7	111,3	114,5	107,3	117,9	115,2	126,2	120,4	121,7	151,8
Jun	0,1	-6,4	105,0	100,5	106,8	112,6	105,5	113,1	112,4	115,6	115,2	116,1	161,2
Jul	-1,6	-5,7	102,9	99,5	105,1	109,8	103,0	115,4	113,9	120,5	118,2	119,0	168,2
Ago	-2,3	-11,8	105,0	100,2	110,8	110,7	105,2	112,0	110,6	116,8	116,3	116,4	173,2

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 Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabora- dos	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 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
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
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 IV TR	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	3,0	1,6	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 I TR	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,6	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3
II TR	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
III TR	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,2	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5
2023 Jun	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,4	5,2	7,7
Jul	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,4	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Ago	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,4	-0,2	0,3	3,3	0,2	5,3	5,2
Sep	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Oct	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,1	0,3	3,2	0,6
Nov ³⁾	123,9	2,4	3,6	.	4,0	-0,3	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	.	.

	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 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2	
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	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2022 IV TR	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8	
2023 I TR	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8	
II TR	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1	
III TR	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2	
2023 Jun	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3	
Jul	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3	
Ago	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3	
Sep	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1	
Oct	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1	
Nov ³⁾	6,9	7,1	6,4	.	2,9	-11,5	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	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	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	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	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,6
2022 IV TR	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 I TR	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,0	0,4	-4,8
II TR	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,7	-10,0
III TR	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	5,0	.	.
2023 May	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,4	6,4	-13,5	-	-	-
Jun	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
Jul	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Ago	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,5	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
Sep	146,8	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
Oct	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,7	4,2	2,8	3,0	-25,0	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y 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 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 ¹⁾		Importaciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			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	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,5	3,3	-0,2	-0,9	-0,3	-1,7
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2022 IV TR	117,4	5,6	6,8	8,6	5,7	7,6	10,0	12,8	86,6	5,4	13,9	-2,1	5,2	12,6	-2,7
2023 I TR	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,4	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
II TR	120,9	6,1	4,0	6,9	4,5	4,6	0,4	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
III TR	121,8	5,8	3,0	5,8	3,8	3,6	-1,8	-7,0	79,8	-13,7	-14,5	-12,9	-14,8	-15,2	-14,3
2023 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-15,4	-15,6	-15,3	-15,7	-15,6	-15,9
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-15,7	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-11,9	-13,9	-9,8	-12,9	-14,4	-11,1
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,6	-14,9	-10,2	-13,2	-14,6	-11,3
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-9,5	-10,7	-8,3	-10,4	-11,4	-9,1

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 destino: 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
1999-2020	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 IV TR	40,2	51,9	29,0	41,6	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 I TR	23,8	43,6	25,9	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
II TR	7,4	29,9	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
III TR	3,3	22,1	16,2	5,8	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
2023 Jun	4,3	25,1	16,1	7,8	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
Jul	3,4	23,0	16,5	5,0	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Ago	3,0	22,5	16,7	6,1	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Sep	3,3	20,6	15,5	6,4	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct	3,5	19,8	15,8	7,8	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov	2,3	17,5	17,6	9,4	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5

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: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			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 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,0	1,0	1,1	0,6	0,9	1,2	1,3
2022	105,7	4,6	3,9	6,9	4,9	3,9	2,9
2022 IV TR	114,2	5,9	5,3	7,9	5,8	6,0	3,1
2023 I TR	102,6	5,2	4,9	6,2	5,6	4,4	4,4
II TR	113,8	4,5	4,6	4,0	4,5	4,3	4,4
III TR	.	.	.	.	.	.	4,7

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 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- turer y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	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
Costes laborales unitarios												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 IV TR	116,5	4,7	7,8	3,1	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 I TR	118,9	5,9	4,3	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,8	7,1	3,7	0,0
II TR	119,6	6,3	2,6	7,4	6,4	7,8	4,7	4,9	5,8	6,9	4,8	3,1
III TR	121,5	6,6	4,0	9,6	5,7	7,8	4,2	5,3	3,8	6,7	4,8	3,2
Remuneración por asalariado												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 IV TR	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 I TR	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	4,9	5,0	4,0	6,9	4,2	5,5
II TR	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,5	4,3	4,2	6,2	4,9	6,0
III TR	123,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,1	5,3	4,3	3,1	6,2	4,4	6,3
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,3	10,3
2022 IV TR	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 I TR	101,8	-0,4	1,7	-1,4	-0,8	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
II TR	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	0,1	2,9
III TR	101,5	-1,2	1,4	-3,5	-0,4	-2,5	1,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	3,0
Remuneración por hora trabajada												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 IV TR	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 I TR	122,0	4,9	4,7	5,2	4,4	5,5	5,1	4,9	4,4	6,2	4,0	4,5
II TR	122,6	5,2	6,5	4,9	5,1	6,2	5,4	4,2	4,8	5,9	4,4	4,9
III TR	124,5	5,2	5,1	5,7	5,2	5,4	5,5	4,6	4,3	6,1	4,3	4,9
Productividad del trabajo por hora												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 IV TR	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,9	-2,0	0,1	1,1	4,7
2023 I TR	103,8	-0,7	1,2	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,1	0,0	-0,5	0,4	4,4
II TR	103,7	-0,9	3,8	-2,3	-1,2	-1,5	0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,3	2,1
III TR	103,6	-1,2	1,7	-3,4	-0,6	-2,2	1,8	-0,8	-0,9	-0,6	-0,5	2,0

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					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023 May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
Jun	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
Jul	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Ago	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sep	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Oct	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02

Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{(1), (2)}					Zona del euro ^{(1), (2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{(1), (2)}			
	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	
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	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
Jun	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
Jul	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Ago	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Sep	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
Oct	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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	Energéticas	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
2023 May	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5
Jun	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5
Jul	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
Ago	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
Sep	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
Oct	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
Nov	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3

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)^{1), 2)}

(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 ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE ³⁾		
			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			Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Nov	0,04	0,75	1,21	1,81	5,79	15,97	6,27	6,55	7,11	3,96	2,95	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dic	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023 Ene	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Abr	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
Jun	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
Jul	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
Ago	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
Sep	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
Oct ^(p)	0,35	1,59	3,27	3,31	7,90	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91

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)^{1), 2)}

(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 de euros			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	
2022 Nov	0,15	1,49	2,34	2,90	3,34	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,89	3,30	3,29	3,11
Dic	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,56	3,28	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Ene	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Abr	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
Jun	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
Jul	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Ago	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sep	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Oct ^(p)	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,22	5,08	4,54	5,26

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 ¹⁾						
	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
Corto plazo														
2020	1.489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.372,3	467,6	143,1	51,9	94,7	667,0	621,7	481,7	182,5	117,2	48,2	48,1	133,9	97,1
2023 Jun	1.486,2	584,5	135,1	50,4	93,7	672,9	634,3	518,1	223,5	116,5	37,0	45,7	132,4	107,1
Jul	1.489,0	580,9	138,2	51,3	99,2	670,7	634,6	509,5	187,0	119,0	36,5	56,6	146,9	122,5
Ago	1.514,6	593,6	141,8	51,5	98,9	680,4	647,9	518,7	230,4	121,8	40,2	40,5	126,0	108,3
Sep	1.530,3	592,1	136,0	50,3	91,8	710,4	676,2	519,8	213,7	115,7	42,2	46,8	143,6	126,5
Oct	1.517,2	578,7	135,5	47,8	94,8	708,2	671,7	486,6	199,0	115,0	36,3	51,0	121,6	92,2
Nov	1.518,8	597,1	128,4	44,4	90,9	702,4	667,4	467,5	191,6	114,3	38,1	40,8	120,9	100,3
Largo plazo														
2020	19.284,3	4.076,4	3.096,8	1.254,1	1.545,4	10.565,6	9.778,7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.923,4	4.182,2	3.377,3	1.340,4	1.599,7	10.764,2	9.943,2	316,2	67,9	83,3	33,6	23,1	141,9	128,4
2022	17.895,4	3.972,7	3.253,3	1.338,6	1.396,7	9.272,7	8.560,9	298,8	78,5	73,0	29,1	16,6	130,6	121,2
2023 Jun	18.690,0	4.203,2	3.353,2	1.381,1	1.428,6	9.705,0	8.984,9	400,4	114,2	82,5	31,1	31,2	172,5	160,8
Jul	18.779,8	4.299,8	3.359,5	1.373,0	1.433,5	9.687,1	8.967,0	347,4	140,9	55,7	15,8	18,8	132,0	127,2
Ago	18.807,3	4.315,0	3.349,4	1.355,9	1.429,5	9.713,3	8.990,8	206,3	52,5	47,9	12,0	8,4	97,4	93,9
Sep	18.666,1	4.304,1	3.385,6	1.361,5	1.431,8	9.544,6	8.831,0	353,7	92,6	93,8	21,3	29,3	137,9	128,1
Oct	18.700,6	4.348,3	3.382,1	1.357,8	1.433,3	9.536,8	8.824,6	338,2	94,3	72,1	19,7	14,9	156,8	150,6
Nov	19.083,2	4.421,5	3.407,2	1.337,3	1.468,0	9.786,4	9.065,1	300,2	87,1	81,0	17,5	27,0	105,1	100,1

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros 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				
Saldo vivo											
2020	20.773,7	4.506,7	3.223,1	1.305,7	1.642,1	11.401,8	10.501,2	8.521,7	473,8	1.339,2	6.707,7
2021	21.330,1	4.609,3	3.504,2	1.390,5	1.687,6	11.528,9	10.618,1	10.412,4	600,0	1.555,8	8.255,6
2022	19.267,8	4.440,3	3.396,4	1.390,5	1.491,3	9.939,7	9.182,6	8.744,5	524,9	1.356,6	6.862,3
2023 Jun	20.176,2	4.787,7	3.488,3	1.431,5	1.522,3	10.377,9	9.619,2	9.672,3	587,2	1.478,2	7.606,3
Jul	20.268,8	4.880,7	3.497,7	1.424,4	1.532,7	10.357,8	9.601,5	9.823,8	619,1	1.524,4	7.679,7
Ago	20.321,9	4.908,6	3.491,2	1.407,4	1.528,4	10.393,7	9.638,7	9.553,7	582,2	1.496,3	7.474,7
Sep	20.196,4	4.896,2	3.521,6	1.411,8	1.523,6	10.255,0	9.507,2	9.190,6	576,1	1.430,2	7.183,9
Oct	20.217,7	4.927,0	3.517,6	1.405,6	1.528,1	10.245,0	9.496,2	8.871,6	562,5	1.431,3	6.877,3
Nov	20.602,0	5.018,6	3.535,6	1.381,7	1.559,0	10.488,8	9.732,4	9.425,7	611,2	1.468,1	7.346,0
Tasa de crecimiento¹⁾											
2023 Abr	4,5	8,4	2,6	-1,2	0,7	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
May	4,6	9,2	3,5	2,1	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
Jun	5,4	10,4	4,4	3,3	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
Jul	6,1	12,3	4,2	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,2
Ago	6,0	12,3	4,1	1,8	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sep	6,5	11,3	5,1	3,7	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,0
Oct	6,1	10,8	5,1	3,2	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
Nov	5,6	10,4	4,2	0,0	2,0	4,4	4,9	-1,2	-4,0	0,8	-1,4

Fuente: BCE.

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

4 Evolución de los mercados financieros

4.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41		
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99,7	93,7	93,8	90,1	74,5	88,5	119,2	93,9	
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,6	120,5	94,3	
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	81,8	116,1	90,9	
2022 IV TR	95,7	92,1	95,0	85,1	63,0	82,5	116,7	91,9	
2023 I TR	97,1	93,0	96,8	86,9	65,8	84,5	119,4	93,3	
II TR	98,2	93,8	98,0	88,1	65,0	84,9	121,4	94,6	
III TR	98,9	94,9	98,8	.	.	.	123,5	95,9	
2023 Jun	98,2	93,8	98,1	-	-	-	121,8	94,7	
Jul	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2	
Ago	99,0	95,1	98,8	-	-	-	123,7	96,1	
Sep	98,5	94,7	98,5	-	-	-	123,0	95,5	
Oct	98,0	94,2	98,5	-	-	-	122,5	95,0	
Nov	98,7	94,4	99,4	-	-	-	123,4	95,2	
				<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>					
2023 Nov	0,7	0,3	0,9	-	-	-	0,7	0,2	
				<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>					
2023 Nov	3,1	2,3	4,6	-	-	-	5,8	3,5	

Fuente: BCE.

1) Para una definición de los grupos de socios comerciales e información adicional, véase la sección «Methodology» del ECB Data Portal.

4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	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
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 IV TR	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 I TR	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
II TR	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
III TR	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
2023 Jun	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
Jul	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Ago	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
Sep	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Oct	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
				<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2023 Nov	1,1	-0,4	0,0	-1,6	2,4	-2,4	0,3	0,0	-0,9	0,9	2,3
				<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2023 Nov	6,7	0,5	0,3	-6,8	11,5	-6,3	0,2	1,1	6,1	-2,1	5,9

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 ¹⁾			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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2022 III TR	32.465,6	31.763,8	701,8	12.872,8	10.594,4	11.264,6	12.769,9	-6,2	7.198,8	8.399,6	1.135,7	16.707,6
IV TR	31.081,7	30.739,0	342,7	12.254,8	10.097,5	11.099,6	12.826,2	18,4	6.594,6	7.815,3	1.114,3	15.753,9
2023 I TR	31.574,0	31.465,0	109,0	12.250,4	10.030,2	11.332,9	13.397,1	-9,7	6.866,9	8.037,7	1.133,6	16.080,5
II TR	31.743,6	31.561,2	182,4	12.156,5	9.895,5	11.712,9	13.712,2	-35,7	6.804,2	7.953,6	1.105,7	16.059,1
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2023 II TR	227,4	226,1	1,3	87,1	70,9	83,9	98,2	-0,3	48,7	57,0	7,9	115,1
Transacciones												
2022 IV TR	-514,6	-569,8	55,2	-249,8	-282,3	100,9	88,8	0,2	-375,2	-376,3	9,3	-
2023 I TR	404,4	369,2	35,2	50,0	15,3	63,5	161,0	15,6	293,7	193,0	-18,4	-
II TR	26,5	-45,9	72,4	-98,1	-117,7	205,7	135,0	-5,1	-77,8	-63,2	1,9	-
III TR	77,1	-10,7	87,8	-14,3	0,1	50,5	77,0	11,9	31,3	-87,7	-2,2	-
2023 Abr	13,8	5,9	7,9	-36,5	-32,2	68,3	1,3	-1,5	-14,6	36,8	-1,9	-
May	-10,9	-1,4	-9,5	-54,2	3,6	38,0	-12,1	7,4	-3,3	7,1	1,4	-
Jun	23,5	-50,4	73,9	-7,4	-89,1	99,4	145,8	-11,0	-59,9	-107,1	2,4	-
July	126,2	119,0	7,2	-10,1	18,8	40,4	27,4	-0,8	96,4	72,8	0,4	-
Ago	96,2	54,9	41,3	7,4	-0,2	23,7	25,5	8,9	54,9	29,6	1,3	-
Sep	-145,3	-184,7	39,4	-11,6	-18,6	-13,6	24,1	3,8	-120,0	-190,2	-3,9	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2023 Sep	-6,5	-257,2	250,7	-312,2	-384,7	420,7	461,8	22,5	-128,1	-334,2	-9,5	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2023 Sep	0,0	-1,8	1,8	-2,2	-2,7	3,0	3,3	0,2	-0,9	-2,4	-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 monetarios¹⁾

(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												
2020	1.364,0	8.905,5	10.269,5	1.028,8	2.448,9	3.477,7	13.747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14.483,2
2021	1.470,4	9.825,2	11.295,6	918,8	2.504,9	3.423,7	14.719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15.507,4
2022	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2022 IV TR	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2023 I TR	1.542,2	9.456,4	10.998,5	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16.050,9
II TR	1.535,3	9.178,0	10.713,3	1.865,1	2.518,0	4.383,1	15.096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,6
III TR	1.535,5	8.985,4	10.521,0	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15.994,0
2023 May	1.537,0	9.274,6	10.811,6	1.770,9	2.529,1	4.300,1	15.111,6	112,4	690,1	91,3	893,8	16.005,5
Jun	1.535,3	9.178,0	10.713,3	1.865,1	2.518,0	4.383,1	15.096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,6
Jul	1.534,5	9.084,0	10.618,5	1.922,2	2.506,8	4.428,9	15.047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15.941,6
Ago	1.534,0	9.008,9	10.542,9	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15.927,7
Sep	1.535,5	8.985,4	10.521,0	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15.994,0
Oct ^(a)	1.536,0	8.867,8	10.403,8	2.169,0	2.453,2	4.622,2	15.026,0	144,3	711,3	90,4	946,0	15.972,1
Operaciones												
2020	139,5	1.266,9	1.406,4	-33,3	85,9	52,6	1.459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1.591,1
2021	107,7	910,7	1.018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1.008,9
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5
2022 IV TR	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6
2023 I TR	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
II TR	-6,9	-276,7	-283,6	226,7	-30,1	196,6	-87,0	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,3
III TR	0,2	-201,9	-201,8	224,0	-52,3	171,8	-30,0	16,0	18,2	-8,7	25,6	-4,4
2023 May	-0,1	-98,1	-98,1	74,3	-9,7	64,7	-33,4	8,9	13,4	5,0	27,3	-6,1
Jun	-1,7	-92,1	-93,8	94,3	-11,1	83,2	-10,6	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,5
Jul	-0,9	-91,0	-91,9	58,6	-11,1	47,5	-44,4	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,2
Ago	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2
Sep	1,5	-28,5	-27,0	89,5	-19,4	70,1	43,1	8,5	14,8	-8,4	14,9	58,0
Oct ^(a)	0,5	-115,4	-114,9	83,7	-12,4	71,3	-43,7	13,4	-3,2	13,6	23,8	-19,9
Tasas de crecimiento												
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2022 IV TR	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023 I TR	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
II TR	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
III TR	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2
2023 May	0,7	-8,1	-7,0	80,9	0,3	22,6	-0,1	-10,8	15,3	423,4	23,6	1,0
Jun	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
Jul	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4
Ago	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3
Sep	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2
Oct ^(a)	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	266,8	22,9	-1,0

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 M3¹⁾

(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 ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	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
Saldos vivos													
2020	2.966,3	2.514,2	308,7	140,0	3,5	7.664,8	4.965,6	438,4	2.260,0	0,9	1.118,2	237,4	498,6
2021	3.230,1	2.804,8	289,4	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.273,6	229,0	546,9
2022	3.360,6	2.722,2	497,0	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.301,8	236,9	560,6
2022 IV TR	3.360,6	2.722,2	497,0	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.301,8	236,9	560,6
2023 I TR	3.332,4	2.596,4	594,8	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,5	230,5	572,6
II TR	3.333,1	2.502,8	687,3	132,1	11,0	8.364,0	5.311,6	701,6	2.350,0	0,8	1.185,3	229,1	564,0
III TR	3.323,4	2.439,0	737,6	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.215,4	212,6	565,3
2023 May	3.316,0	2.530,6	642,4	132,0	11,1	8.369,5	5.353,9	654,3	2.360,4	0,9	1.214,9	227,4	559,2
Jun	3.333,1	2.502,8	687,3	132,1	11,0	8.364,0	5.311,6	701,6	2.350,0	0,8	1.185,3	229,1	564,0
Jul	3.310,4	2.468,0	700,1	131,6	10,7	8.363,4	5.269,6	755,0	2.338,0	0,8	1.180,3	216,6	564,1
Ago	3.311,3	2.448,4	720,1	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.160,9	217,5	560,3
Sep	3.323,4	2.439,0	737,6	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.215,4	212,6	565,3
Oct ⁶⁾	3.325,7	2.407,7	773,8	131,4	12,9	8.345,7	5.149,8	909,0	2.286,2	0,7	1.205,7	210,7	546,5
Operaciones													
2020	511,4	465,7	55,5	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	158,9	20,9	35,5
2021	249,9	274,5	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	160,0	-10,4	46,0
2022	119,9	-90,8	206,2	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	3,2	8,2	14,6
2022 IV TR	6,0	-106,3	112,5	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-151,3	-6,2	11,6
2023 I TR	-37,3	-136,4	97,5	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-73,9	-5,1	8,2
II TR	1,0	-92,1	91,3	-0,5	2,4	-13,4	-121,4	135,2	-27,1	-0,1	-43,3	-1,2	-11,3
III TR	-13,1	-65,8	49,2	-0,2	3,7	-14,7	-111,1	149,3	-52,9	0,0	29,8	-17,3	1,1
2023 May	-15,3	-37,5	21,2	0,1	0,8	-2,9	-40,5	47,1	-9,4	0,0	-1,5	-1,6	-3,2
Jun	20,3	-24,7	44,8	0,1	0,0	-4,4	-41,6	47,6	-10,4	-0,1	-29,1	1,9	4,8
Jul	-20,8	-33,4	13,3	-0,4	-0,2	0,0	-41,7	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
Ago	-0,8	-20,9	19,6	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-19,2	0,6	-4,0
Sep	8,5	-11,5	16,3	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	51,8	-5,5	5,0
Oct ⁶⁾	4,2	-30,0	36,4	-0,4	-1,9	-5,4	-56,0	61,5	-10,9	-0,1	-8,9	-1,8	-18,8
Tasas de crecimiento													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,9	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,5	3,6	2,7
2022 IV TR	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,5	3,6	2,7
2023 I TR	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
II TR	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
III TR	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
2023 May	0,4	-11,9	119,5	2,3	10,6	1,3	-3,6	83,2	0,3	18,6	-10,4	-1,4	-3,1
Jun	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
Jul	-0,6	-14,1	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,2	-9,3	-1,8
Ago	-2,2	-15,6	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,8	-7,5	-2,4
Sep	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
Oct ⁶⁾	-2,0	-14,3	73,2	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-15,9	-2,9

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 Administraciones Públicas, excluida la Administración Central.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(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 ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados ²⁾											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2020	5.898,2	996,3	4.889,9	14.325,2	11.917,4	12.294,2	4.709,1	6.132,1	908,1	168,1	1.543,2	864,5
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3
2022 IV TR	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3
2023 I TR	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,1	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	849,9
II TR	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3
III TR	6.211,1	989,2	5.196,9	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6
2023 May	6.269,2	990,4	5.253,1	15.439,5	12.999,3	13.229,3	5.133,3	6.632,0	1.092,7	141,3	1.577,8	862,4
Jun	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3
Jul	6.239,5	984,3	5.229,8	15.438,4	12.988,8	13.215,7	5.125,2	6.628,6	1.099,6	135,4	1.573,3	876,4
Ago	6.256,9	987,3	5.244,5	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	877,1
Sep	6.211,1	989,2	5.196,9	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6
Oct ^(p)	6.195,8	987,3	5.183,3	15.451,1	13.008,2	13.223,1	5.112,6	6.641,6	1.119,0	135,1	1.562,6	880,2
Operaciones												
2020	1.037,1	12,8	1.024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,1	623,7	679,9	269,4	242,2	125,5	-13,4	16,9	-6,4
2022 IV TR	31,1	3,0	27,5	19,4	-8,4	37,1	-7,0	26,9	-16,5	-11,8	15,7	12,1
2023 I TR	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,8	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
II TR	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
III TR	-19,4	1,6	-20,7	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
2023 May	-57,2	6,8	-64,4	9,8	-13,2	10,6	3,9	-34,2	20,0	-2,8	16,5	6,5
Jun	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9
Jul	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0
Ago	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3
Sep	0,6	1,6	-0,9	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5
Oct ^(p)	-17,2	0,9	-18,3	31,5	36,5	33,2	2,3	9,8	26,2	-1,8	-13,3	8,3
Tasas de crecimiento												
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6
2022 IV TR	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6
2023 I TR	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
II TR	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
III TR	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
2023 May	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,4	-13,0	2,3	2,5
Jun	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Jul	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,6	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4
Ago	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sep	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Oct ^(p)	-2,6	-1,8	-2,8	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0

Fuente: BCE.

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

2) 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.

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 euro¹⁾

(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 ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2020	4.709,1	4.830,6	897,6	1.008,9	2.802,6	6.132,1	6.401,8	700,5	4.724,9	706,7
2021	4.864,8	4.995,8	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.637,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2022 IV TR	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2023 I TR	5.136,1	5.150,3	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.870,6	723,6	5.236,0	706,0
II TR	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
III TR	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
2023 May	5.133,3	5.151,1	926,2	1.095,2	3.111,9	6.632,0	6.871,2	726,0	5.204,6	701,5
Jun	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
Jul	5.125,2	5.144,4	919,8	1.088,6	3.116,8	6.628,6	6.863,4	727,4	5.205,0	696,2
Ago	5.119,9	5.124,1	902,0	1.085,2	3.132,8	6.632,8	6.863,9	729,8	5.209,0	693,9
Sep	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
Oct ^(p)	5.112,6	5.120,1	896,8	1.087,4	3.128,4	6.641,6	6.861,9	731,0	5.222,6	687,9
Operaciones										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,4	309,1	78,6	77,5	113,3	242,2	249,7	22,6	218,5	1,1
2022 IV TR	-7,0	22,2	-28,7	18,4	3,4	26,9	35,8	4,9	22,6	-0,5
2023 I TR	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
II TR	-5,2	-1,2	-15,0	-3,0	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
III TR	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 May	3,9	1,2	-6,5	0,9	9,4	-34,2	-1,9	1,4	-33,2	-2,4
Jun	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
Jul	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
Ago	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,2	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
Sep	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
Oct ^(p)	2,3	-0,9	-4,7	3,0	4,0	9,8	0,1	0,2	12,3	-2,7
Tasas de crecimiento										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2022 IV TR	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2023 I TR	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
II TR	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
III TR	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 May	3,2	4,0	-0,6	8,2	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
Jun	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Jul	1,6	2,2	-3,1	5,0	2,0	0,7	1,3	2,6	0,8	-2,1
Ago	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Oct ^(p)	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1

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 notional 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 euro¹⁾

(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 ²⁾	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 ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2020	711,2	6.952,7	1.915,1	42,1	1.988,5	3.006,9	1.441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6.881,5	1.838,9	37,1	1.994,5	3.010,9	1.377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6.746,8	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,3	1.333,4	379,6	137,8	147,6
2022 IV TR	649,3	6.746,8	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,3	1.333,4	379,6	137,8	147,6
2023 I TR	574,1	6.915,1	1.791,9	55,5	2.171,6	2.896,2	1.426,2	334,4	152,1	165,8
II TR	485,8	6.985,8	1.806,8	61,7	2.231,2	2.886,1	1.465,2	295,1	168,6	172,6
III TR	456,3	7.137,4	1.825,0	72,9	2.361,9	2.877,6	1.635,2	312,4	153,8	163,3
2023 May	498,9	6.998,1	1.804,9	58,9	2.213,7	2.920,5	1.484,0	309,8	174,0	184,1
Jun	485,8	6.985,8	1.806,8	61,7	2.231,2	2.886,1	1.465,2	295,1	168,6	172,6
Jul	464,6	7.096,5	1.807,0	64,5	2.319,6	2.905,4	1.547,9	276,9	153,8	156,4
Ago	439,8	7.138,2	1.807,1	68,0	2.340,6	2.922,4	1.580,4	253,8	165,9	161,8
Sep	456,3	7.137,4	1.825,0	72,9	2.361,9	2.877,6	1.635,2	312,4	153,8	163,3
Oct ³⁾	440,3	7.216,8	1.819,5	77,7	2.411,0	2.908,6	1.740,9	241,4	163,0	151,4
Operaciones										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,0	-89,7	-4,4	14,8	116,3	-71,2	-195,7	10,5	17,9
2022 IV TR	2,2	57,3	-12,4	1,1	50,5	18,1	48,5	-103,2	-10,2	1,0
2023 I TR	-81,9	89,4	5,9	5,0	67,3	11,3	63,7	-43,6	15,0	18,9
II TR	-88,1	95,1	13,9	6,3	60,1	14,9	93,0	-73,1	16,5	6,7
III TR	-29,7	90,0	17,3	11,2	38,5	23,1	127,9	-60,5	-13,0	-6,0
2023 May	-73,9	38,1	-3,3	2,0	28,9	10,5	18,8	-13,4	20,7	22,2
Jun	-13,0	31,4	2,9	2,8	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
Jul	-21,2	29,0	0,8	2,8	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
Ago	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
Sep	16,3	33,9	16,3	4,9	6,8	5,9	57,8	33,3	-10,3	4,8
Oct ³⁾	-16,0	27,3	-4,6	4,8	26,5	0,7	64,5	-87,4	9,3	-12,0
Tasas de crecimiento										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
2022 IV TR	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
2023 I TR	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
II TR	-37,6	3,5	-2,2	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
III TR	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 May	-34,5	3,2	-2,5	17,8	7,5	3,5	-	-	-4,2	8,2
Jun	-37,6	3,5	-2,2	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Jul	-38,9	3,9	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
Ago	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
Sep	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
Oct ³⁾	-34,5	5,4	1,7	57,7	11,1	2,7	-	-	14,8	-0,6

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
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 III TR	-3,2	.	.	.	.	-1,6
IV TR	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 I TR	-3,7	.	.	.	.	-2,0
II TR	-3,8	.	.	.	.	-2,1

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	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	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	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 III TR	47,1	46,4	13,6	13,1	14,9	0,7	50,3	45,4	9,9	5,9	1,6	22,9	4,9
IV TR	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 I TR	46,7	45,9	13,5	12,8	14,8	0,8	50,3	45,3	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
II TR	46,5	45,7	13,4	12,7	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1

Fuentes: BCE para los datos anuales y 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	IFM	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
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,5	28,7	45,7	90,0	0,9
2022 III TR	92,2	2,9	13,5	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 I TR	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 subyacentes¹⁾

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial tipo de interés-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
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 III TR	-4,5	1,6	-0,2	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,6	-6,0	2,6
IV TR	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 I TR	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
II TR	-3,1	2,1	-0,8	-1,0	-1,4	0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,5	2,3

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 AAPP¹⁾

(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 ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,0	12,7	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 III TR	13,0	11,7	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
IV TR	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 I TR	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
II TR	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 May	13,4	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
Jun	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
Jul	13,6	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2
Ago	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
Sep	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,7	3,4	1,5
Oct	13,3	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,2	1,9	2,0	1,7	3,4	1,7

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	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 III TR	-3,5	-1,8	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,3	0,4	-7,7	2,4
IV TR	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 I TR	-4,0	-3,1	-1,3	2,1	-2,5	-4,3	-4,5	-0,2	-8,1	3,1
II TR	-4,1	-3,4	-1,7	2,2	-2,4	-4,4	-4,7	-0,4	-8,0	3,4
Deuda de las AAPP										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 III TR	105,6	66,8	15,9	48,5	175,9	114,0	113,5	69,8	143,1	89,7
IV TR	104,3	66,1	18,5	44,4	171,4	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 I TR	106,4	65,7	17,2	43,6	168,6	111,2	112,4	69,1	140,9	83,1
II TR	106,0	64,6	18,5	43,1	166,5	111,2	111,9	66,5	142,4	85,3
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 III TR	-4,3	0,8	0,6	-5,4	-0,3	-3,0	1,0	-3,0	-2,7	-0,8
IV TR	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2023 I TR	-4,3	-1,2	-0,6	-4,9	-0,1	-3,5	0,1	-3,2	-2,6	-0,9
II TR	-3,0	-1,3	-0,8	-4,3	-0,2	-4,1	0,0	-3,1	-3,4	-1,5
Deuda de las AAPP										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 III TR	40,1	37,0	24,7	51,9	48,2	81,3	118,4	74,4	57,5	71,8
IV TR	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 I TR	43,0	38,1	28,4	52,4	48,3	80,3	112,4	72,0	58,0	73,3
II TR	39,5	38,1	28,2	50,7	46,9	78,6	110,1	70,5	59,6	74,6

© Banco Central Europeo, 2024

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 13 de diciembre de 2023.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-23-008-ES-N (edición electrónica)