



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 4/2024



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	15
3 Precios y costes	24
4 Evolución de los mercados financieros	32
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	38
6 Evolución de las finanzas públicas	45
<b>Recuadros</b>	<b>49</b>
1 La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?	49
2 <i>Earnings calls</i> : ¿qué podemos aprender del sentimiento de las empresas y de su percepción de riesgos?	57
3 Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales	61
4 Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos	66
5 ¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?	72
6 Indicadores de márgenes para el análisis de la inflación considerando el papel de los costes totales	79
7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 16 de abril de 2024	84
8 Riesgo de crédito y condiciones de financiación bancaria	91
<b>Artículos</b>	<b>97</b>
1 Dinámicas sectoriales y el ciclo económico en la zona del euro	97
2 Retos a largo plazo para la política fiscal en la zona del euro	100
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 6 de junio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Sobre la base de una evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, se consideró apropiado moderar el grado de restricción de la política monetaria tras nueve meses en los que los tipos de interés se mantuvieron sin variación. Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en septiembre de 2023, la inflación ha descendido en más de 2,5 puntos porcentuales y las perspectivas de inflación han mejorado notablemente. La inflación subyacente también se ha moderado, lo que refuerza las señales que indican que las presiones inflacionistas se han debilitado, y las expectativas de inflación se han reducido en todos los horizontes. La política monetaria ha mantenido unas condiciones de financiación restrictivas, lo que, al frenar la demanda y mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas, ha contribuido de forma importante al retroceso de la inflación.

Al mismo tiempo, pese a los progresos realizados en los últimos trimestres, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas debido al elevado crecimiento de los salarios, y es probable que la inflación continúe por encima del objetivo hasta bien avanzado el próximo año. Las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema para la inflación tanto general como subyacente se han revisado al alza para 2024 y 2025 en comparación con las proyecciones de marzo. Los expertos consideran ahora que la inflación general se situará, en promedio, en el 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. También prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará, en promedio, en el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 2,0 % en 2026. Se espera que el crecimiento económico avance hasta el 0,9 % en 2024, el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 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. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

El Consejo de Gobierno también confirmó que reducirá las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en 7,5 mm de euros mensuales en promedio en el segundo semestre del año. Las modalidades para reducir las tenencias del PEPP serán, en líneas generales, similares a las aplicadas para el programa de compras de activos (APP).

## Actividad económica

Tras cinco trimestres de estancamiento, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2024. La actividad de los servicios está creciendo y la manufacturera muestra señales de estabilización en niveles bajos.

El empleo creció un 0,3 % en el primer trimestre de este año, con la creación de aproximadamente 500.000 empleos nuevos, y las encuestas apuntan a que la expansión del empleo continuará a corto plazo. La tasa de paro se redujo hasta el 6,4 % en abril, su nivel más bajo desde que existe el euro. Las empresas siguen anunciando muchas ofertas de empleo, aunque ligeramente menos que antes.

La economía de la zona del euro se recuperó a principios de 2024 más de lo esperado en las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2024 gracias al impulso procedente de la demanda exterior neta y del incremento del gasto de los hogares. La información más reciente sugiere una continuación del crecimiento a corto plazo, a un ritmo más rápido de lo previsto anteriormente. La renta real disponible debería seguir aumentando en un contexto de fuerte crecimiento de los salarios, repunte gradual de la confianza y mejora de la relación real de intercambio, lo que dará lugar a una recuperación impulsada por el consumo a lo largo de 2024. El estímulo procedente de la demanda exterior neta al comienzo del año es reflejo, en parte, de la volatilidad registrada tras una caída transitoria a finales de 2023. No obstante, se espera que la demanda externa continúe creciendo y respalde el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. A medio plazo, se prevé que el impacto negativo del anterior endurecimiento de la política monetaria desaparezca gradualmente y que la actividad se vea respaldada por el supuesto de una relajación de las condiciones de financiación acorde con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. El crecimiento también se beneficiará de la resiliencia del mercado de trabajo, y la tasa de desempleo descenderá a niveles históricamente bajos más adelante en el horizonte de proyección. A medida que algunos de los factores cíclicos que frenaron el crecimiento de la productividad en el pasado reciente desaparezcan, la productividad repuntará durante el período analizado. En conjunto, se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,9 % en 2024 y que aumente hasta el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2024, debido a una evolución mejor de lo esperado a principios de año y a la mejora de la información más reciente, se han revisado ligeramente a la baja para 2025 y se mantienen sin cambios para 2026.

Las políticas fiscales y estructurales nacionales deberían orientarse a mejorar la productividad y la competitividad de la economía, lo que contribuiría a aumentar el crecimiento potencial y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. Una aplicación efectiva, rápida y plena del programa *Next Generation EU*, los progresos hacia una unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria, así como el reforzamiento del mercado único, contribuirían a promover la innovación y a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. Aplicar plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida.

## Inflación

La inflación interanual aumentó hasta el 2,6 % en mayo, desde el 2,4 % en abril, según la estimación de avance de Eurostat. La inflación de los alimentos descendió hasta el 2,6 %. La tasa de variación de los precios de la energía se incrementó hasta el 0,3 %, tras registrar tasas interanuales negativas durante el último año. La tasa de variación de los precios de los bienes experimentó un nuevo descenso, situándose en el 0,8 % en mayo. En cambio, la tasa correspondiente a los servicios aumentó considerablemente hasta el 4,1 %, desde el 3,7 % en abril.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente volvieron a descender en abril, último mes para el que se disponía de datos, lo que confirma un panorama de disminución gradual de las presiones sobre los precios. Con todo, la inflación interna sigue siendo elevada. Los salarios continúan creciendo a un ritmo elevado, compensando la fuerte subida anterior de la inflación. Debido a la naturaleza escalonada del proceso de ajuste de los salarios y al importante papel de los pagos extraordinarios, los costes laborales probablemente fluctuarán a corto plazo, como muestra el repunte de los salarios negociados en el primer trimestre. Al mismo tiempo, los indicadores adelantados apuntan a una moderación del crecimiento de los salarios a lo largo del año. Los beneficios están absorbiendo parte del pronunciado aumento de los costes laborales unitarios, lo que reduce sus efectos inflacionistas. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en general estables y la mayoría se sitúan en torno al 2 %.

Se prevé que la inflación general siga moderándose hasta situarse en niveles próximos al objetivo a lo largo de 2025. Esto refleja una relajación de las presiones sobre los costes, incluidos los laborales, y el impacto retardado del anterior endurecimiento de la política monetaria que se transmite gradualmente a los precios de consumo. Se espera que la inflación general medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) muestre cierta volatilidad durante el resto de 2024, debido a efectos de base y a la subida de los precios de las materias primas energéticas. A medio plazo, la tasa de variación de los precios de la energía debería estabilizarse en niveles positivos bajos, dadas las expectativas de los mercados sobre las sendas futuras de los precios del petróleo y del gas, y las medidas fiscales previstas relacionadas con el cambio climático. En los últimos trimestres se ha observado un fuerte descenso de la tasa de variación de los precios de los

alimentos, ya que las presiones latentes se han atenuado al reducirse los precios de la energía y de las materias primas alimenticias. De cara al futuro, se espera que la inflación de los alimentos fluctúe en torno a sus niveles actuales antes de volver a moderarse a partir del final de 2025. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), debería mantenerse por encima de la inflación general durante la mayor parte del horizonte de proyección, pero se espera que continúe su senda desinflacionista, aunque a un ritmo lento y principalmente en 2025 y 2026. Un elemento fundamental de las proyecciones de junio es la moderación gradual prevista del crecimiento de los salarios nominales desde unos niveles de partida aún elevados, a medida que vayan desapareciendo los efectos alcistas derivados de las presiones relacionadas con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado. La recuperación esperada del crecimiento de la productividad debería apoyar la relajación de las presiones de los costes laborales. Asimismo, se prevé que el crecimiento de los beneficios disminuya y amortigüe parcialmente la transmisión de los costes laborales a los precios, en especial en 2024. En conjunto, se espera que la inflación general media anual medida por el IAPC disminuya desde el 5,4 % en 2023 hasta un promedio del 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales en 2024 y 2025. Ello se debe principalmente a la subida de los precios de las materias primas energéticas y a los últimos datos de inflación medida por el IAPCX ligeramente superior a la prevista. Asimismo, se espera que las presiones sobre los costes laborales sean algo más intensas, como consecuencia del mayor crecimiento de los salarios y de unas perspectivas ligeramente más prudentes de crecimiento de la productividad. Las perspectivas de inflación tanto general como medida por el IAPCX para 2026 se han mantenido sin cambios.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico están equilibrados a corto plazo, pero continúan apuntando a la baja a medio plazo. Un debilitamiento de la economía mundial o una escalada de las tensiones comerciales entre las principales economías lastrarían el crecimiento de la zona del euro. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo son fuentes importantes de riesgos geopolíticos, lo que podría afectar a la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y provocar interrupciones en el comercio mundial. El crecimiento también podría ser menor si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado. El crecimiento podría ser mayor si la inflación se reduce más rápidamente de lo previsto y la mejora de la confianza y de las rentas reales hace que los niveles de gasto aumenten más de lo esperado, o si la economía mundial crece más vigorosamente de lo anticipado.

La inflación podría ser más elevada de lo previsto si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar una subida de los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y causar

disrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían hacer aumentar los precios de los alimentos. En cambio, la inflación puede sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo esperado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 11 de abril de 2024. Los costes de financiación se han estabilizado en niveles restrictivos debido a que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales se han transmitido al sistema financiero. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas se mantuvieron sin cambios en abril, en el 5,2 % y el 3,8 %, respectivamente.

La dinámica del crédito continúa siendo débil. El crédito bancario a las empresas creció a una tasa interanual del 0,3 % en abril, ligeramente menor que en el mes anterior. Los préstamos a hogares continuaron creciendo al 0,2 % en tasa interanual. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio, medido por M3, avanzó hasta el 1,3 % en abril, desde el 0,9 % en marzo.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Los bancos de la zona del euro mantienen su resiliencia. La mejora de las perspectivas económicas ha fomentado la estabilidad financiera, pero los mayores riesgos geopolíticos nublan el horizonte. Un endurecimiento inesperado de las condiciones de financiación a nivel mundial podría dar lugar a una revisión de los precios de los activos financieros y no financieros, con efectos negativos para el conjunto de la economía. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Las medidas que están actualmente en vigor, o que lo estarán próximamente, están ayudando a mantener la solidez 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 redujeron hasta el 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 12 de junio de 2024.

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

El Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo hasta el final de junio de 2024. En el segundo semestre del año, reducirá 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 6 de junio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales se basarán en la valoración del Consejo de Gobierno 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. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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



## 1 Entorno exterior

*La actividad económica mundial está mostrando signos de fortalecimiento, pese a la persistencia de factores adversos para el crecimiento. Los últimos datos sobre la actividad mundial (excluida la zona del euro) confirman una mejora muy gradual desde principios de año, y un alineamiento cada vez mayor de los indicadores cuantitativos con las señales positivas procedentes de los indicadores cualitativos. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, con previsión de un ligero retroceso del crecimiento global para este año. El comercio internacional se recuperaría este año y posteriormente crecería más en línea con la actividad mundial, aunque se mantendría por debajo de su tendencia histórica durante el horizonte de proyección y básicamente no variaría en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024. Se proyecta que la inflación a nivel mundial se reduzca de forma paulatina a lo largo del horizonte temporal considerado.*

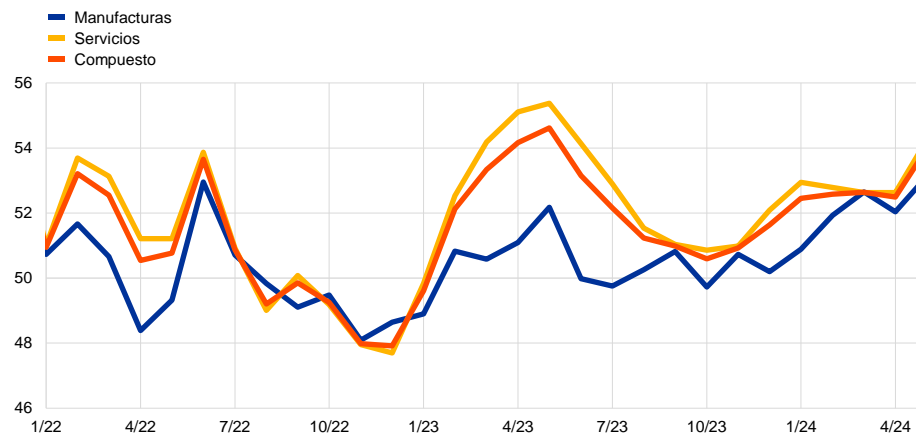
**Los últimos datos confirman un impulso al alza de la actividad mundial a medida que las señales procedentes de las encuestas y de los indicadores cuantitativos se alinean más estrechamente.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad aumentó en mayo de 2024 con la mejora de la producción en las manufacturas y en los servicios (gráfico 1)<sup>1</sup>. Esta evolución es acorde con la evidencia obtenida del indicador de seguimiento (*tracker*) de la actividad global del BCE, que apunta a un mayor dinamismo respaldado por los datos positivos obtenidos de los indicadores tanto cualitativos como cuantitativos. Este indicador ha señalado una mejora progresiva de la actividad mundial desde principios de este año, y los indicadores cuantitativos recientes se van alineando cada vez más con las señales positivas procedentes de los indicadores cualitativos. Sin embargo, el crecimiento mundial continúa viéndose afectado por factores adversos, como la reducción del exceso de ahorro en las economías avanzadas y la atonía de la demanda interna en China con las dificultades en el sector inmobiliario residencial como telón de fondo. Por otra parte, los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se están enfriando gradualmente y el crecimiento de los salarios nominales se está moderando, lo que supone un menor apoyo al crecimiento de la renta disponible. En consecuencia, el gasto mundial en consumo, que sustentó la recuperación de la actividad económica tras la pandemia de COVID-19, sigue siendo débil. Según las estimaciones, el crecimiento del PIB real mundial se ralentizó ligeramente en el primer trimestre de 2024, hasta el 0,8 %, desde el 0,9 % en el cuarto trimestre de 2023.

---

<sup>1</sup> Dado que esta sección se centra en la evolución del entorno exterior de la zona del euro, todas las referencias a indicadores económicos agregados mundiales o globales excluyen la zona del euro.

## Gráfico 1 PMI global de actividad

(Índices de difusión)



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

### Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024.

El leve retroceso del crecimiento previsto para este año refleja el impacto de los factores adversos mencionados anteriormente, el mantenimiento de unas políticas monetarias restrictivas y la elevada incertidumbre en un contexto de tensiones geopolíticas. En conjunto, el PIB real mundial crecería un 3,3 % este año, frente al 3,5 % de 2023. Se prevé que el crecimiento del PIB real mundial sea del 3,3 % en 2025 y el 3,2 % en 2026, ligeramente inferior a la tasa media de crecimiento mundial de la pasada década.

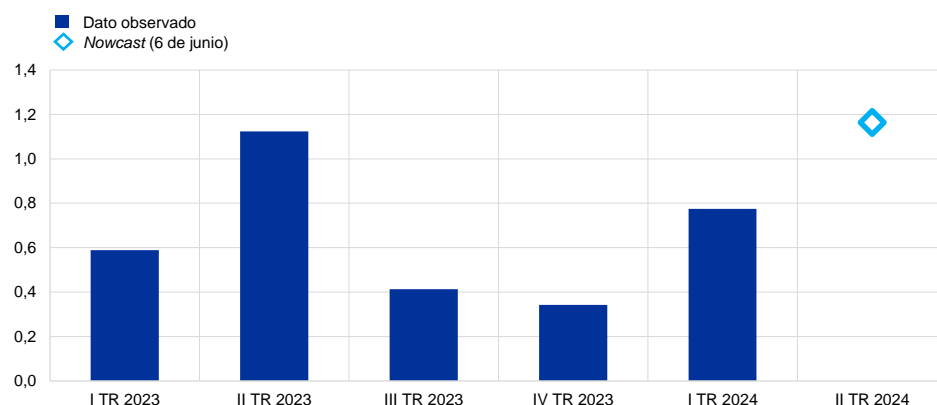
### Se espera una recuperación gradual del comercio mundial conforme los patrones de demanda pospandemia se normalicen.

En el primer trimestre de 2024, el avance del comercio internacional se aceleró a medida que los efectos de composición posteriores a la pandemia comenzaron a disiparse. La pujante demanda de servicios observada a escala global durante el año pasado se está desplazando hacia una mayor demanda de bienes. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de las importaciones mundiales siga aumentando, en consonancia con las señales procedentes de la herramienta de predicción a muy corto plazo (*nowcasting tool*) del BCE, que incorpora datos cuantitativos y cualitativos sobre el comercio internacional (gráfico 2). En particular, el PMI global de nuevos pedidos exteriores indica que el ritmo de crecimiento se recuperará progresivamente. Además, los datos de encuestas sectoriales apuntan a una recuperación más dinámica de los sectores intensivos en comercio, como los de turismo y equipos tecnológicos. Por último, el impacto de las perturbaciones registradas en el mar Rojo sobre los flujos comerciales internacionales continúa siendo contenido y en línea con las proyecciones de marzo de 2024, aunque una posible escalada de estas perturbaciones sigue representando un riesgo a la baja para el comercio mundial en el corto plazo.

## Gráfico 2

### Importaciones mundiales

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Fuentes nacionales (a través de Haver Analytics) y cálculos del BCE.

Notas: El agregado mundial excluye la zona del euro. La predicción a muy corto plazo (*nowcast*) se refiere a un modelo de factores dinámicos que se basa en 30 variables mensuales que incluyen la producción industrial, las ventas al por menor, el comercio, el mercado de trabajo, las encuestas y la vivienda. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 para la predicción a muy corto plazo.

**Más allá del corto plazo, el comercio internacional seguiría recuperándose gradualmente durante el horizonte de proyección y crecería más en línea con la actividad mundial.** En conjunto, el crecimiento de las importaciones mundiales se incrementaría hasta el 2,6 % este año, desde el 1 % registrado en 2023, y aumentaría de forma progresiva hasta alcanzar una tasa interanual del 3,3 % en 2025-2026, en consonancia, en general, con las proyecciones anteriores. Se prevé que el repunte de las importaciones en las economías emergentes y en las principales economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos, contribuya a la recuperación de los flujos comerciales este año. No obstante, se espera que los niveles de comercio mundial se mantengan por debajo del nivel tendencial de 2012-2019, debido al débil crecimiento del PIB real y a los cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones comerciales como consecuencia de la intensificación de las tensiones geopolíticas. Se espera que la recuperación de la demanda externa de la zona del euro este año sea menos vigorosa y se sitúe en el 2,1 %. La evolución prevista refleja, en gran medida, la disminución de las importaciones de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro, como el Reino Unido y los países de Europa Central y Oriental, en el segundo semestre de 2023 y en el primer trimestre de 2024. Durante el horizonte de proyección, la demanda externa de la zona crecería un 3,4 % en 2025 y un 3,3 % en 2026, alineándose más estrechamente con la dinámica de crecimiento de las importaciones mundiales.

**En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se prevé una reducción gradual de la inflación a escala global a lo largo del horizonte de proyección.** La inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE se situó en el 3,4 % en abril de 2024, ligeramente por debajo de los datos observados

desde principios de este año<sup>2</sup>. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) descendió en abril, hasta el 3,8 %, desde el 4 % de marzo. La ralentización del ritmo de desinflación en los países de la OCDE parece deberse, principalmente, a la persistente tasa de variación de los precios de los servicios en un entorno en el que las tensiones en los mercados de trabajo de las principales economías se están ajustando solo de forma muy paulatina. El mayor dinamismo de la inflación general medida por el IPC, medida por la tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, indica que la inflación podría aumentar a corto plazo en los países de la OCDE (gráfico 3). Esto se ve corroborado por las señales más recientes procedentes de los datos de las encuestas. Los PMI de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero señalan que la tasa de crecimiento de los precios de los bienes podría repuntar con respecto a los muy reducidos niveles actuales a corto plazo, mientras que los PMI de precios de los consumos intermedios de los servicios sugieren que la tasa de variación de los precios de este sector, que representa casi dos tercios del IPC subyacente, podría seguir moderándose paulatinamente hacia su media histórica. Por lo que respecta a las presiones externas sobre los precios, se espera que el avance de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro, en moneda nacional y en términos interanuales, pase a ser positivo este año y se mantenga próximo a su media de largo plazo estimada durante el resto del horizonte de proyección. Estas perspectivas se han revisado ligeramente a la baja en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024, debido a una evolución de la tasa de variación de los precios de las exportaciones más débil de lo esperado anteriormente, que compensa el impacto de los supuestos de subida de los precios de las materias primas en el actual ejercicio de proyecciones.

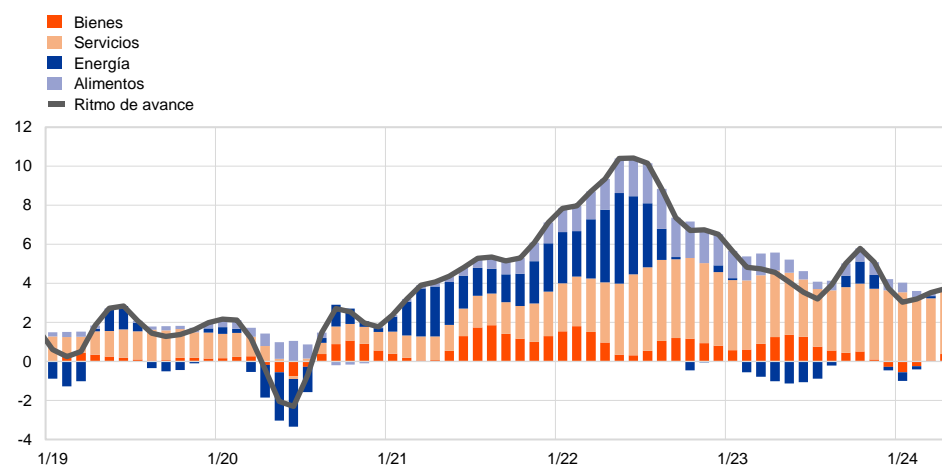
---

<sup>2</sup> Turquía no se incluye en los agregados de la OCDE relativos a la inflación general y la subyacente, ya que su nivel de inflación se mantuvo en tasas elevadas de dos dígitos. En caso contrario, la inflación general y la inflación subyacente medida por el IPC en los países miembros de la OCDE, incluida Turquía, se habrían situado en el 5,8 % en marzo de 2024 (5,7 % en febrero) y en el 6,4 % en marzo de 2024 (6,4 % en febrero), respectivamente.

### Gráfico 3

#### Ritmo de avance de la inflación general medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones de los componentes respectivos al ritmo de avance de la inflación general en la OCDE que se presentan en el gráfico se elaboran con un enfoque *bottom-up* utilizando los datos disponibles de cada país, que conjuntamente representan el 84 % del agregado de la OCDE. La inflación de los bienes se calcula como el residuo de la contribución del total de bienes menos la de la energía y la de los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

**En cuanto a los precios de las materias primas, los precios europeos del gas y de los alimentos han aumentado desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los del petróleo han descendido.** Aunque los precios del gas en Europa se han incrementado, siguen siendo bajos en comparación con los niveles observados tras la invasión rusa de Ucrania. La subida de los precios del gas refleja disrupciones en la oferta relacionadas con las exportaciones de gas natural licuado de Estados Unidos y Catar, la ampliación del mantenimiento de gasoductos en Noruega y los ataques rusos contra instalaciones ucranianas de almacenamiento de gas. Los precios del petróleo bajaron, dado que los efectos de las tensiones en Oriente Próximo sobre los precios del crudo siguieron siendo solo transitorios y la oferta global de esta materia prima apenas se vio afectada. Además, el hecho de que la demanda mundial de petróleo fuera menor de la prevista contrarrestó el impacto de la reducción de la oferta de crudo y de los riesgos de abastecimiento sobre los precios. De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía, en 2024 y 2025 se registrará un ligero déficit mundial de oferta de crudo, pero las reservas necesarias para absorber nuevas perturbaciones parecen ser mayores que antes de la invasión rusa de Ucrania. Los riesgos para los precios del petróleo siguen orientados al alza, sobre todo si las tensiones en Oriente Próximo se intensificaran. Los precios de las materias primas alimenticias aumentaron significativamente, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios del cacao en un contexto de graves perturbaciones de oferta en África Occidental. Los precios de esta materia prima alimenticia han disminuido recientemente desde los máximos observados a finales de abril de 2024, pero siguen siendo volátiles. Los precios de los cereales subieron como consecuencia de una evolución adversa de la oferta.

**En Estados Unidos, el dinamismo continuado de la actividad económica y la persistencia de la inflación llevaron al Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a aplazar su primer recorte de tipos de interés.**

El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta el 0,3 % en el primer trimestre de 2024, desde el 0,5 % registrado en el último trimestre de 2023. No obstante, la demanda interna siguió siendo sólida, ya que la contribución negativa de la demanda exterior neta reflejó un incremento acusado de las importaciones. El avance de la renta real disponible se moderó y la tasa de ahorro siguió reduciéndose en el primer trimestre. Las estimaciones disponibles basadas en datos de alta frecuencia sugieren un ligero aumento del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2024, aunque se mantendría por debajo del ritmo de expansión observado en el segundo semestre de 2023. Pese a seguir sujeto a tensiones muy fuertes, el mercado de trabajo estadounidense continúa mostrando algunos signos de enfriamiento. Pese a que el empleo en el sector no agrícola se incrementó en abril, fue notablemente inferior a la media observada en el primer trimestre de 2024 y la tasa de paro aumentó ligeramente. Pese a que tanto la ratio vacantes-desempleo como el crecimiento de los salarios permanecen en niveles elevados, están disminuyendo, aunque con lentitud. La inflación medida por los precios de consumo experimentó un leve descenso en abril, y tanto la inflación general como la subyacente se situaron en el 3,4 % y el 3,6 %, respectivamente<sup>3</sup>. De cara al futuro, se espera que la inflación siga disminuyendo lentamente, pero que se mantenga por encima del objetivo de la Reserva Federal del 2 % durante un período prolongado. Con este trasfondo macroeconómico, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ha subrayado recientemente en sus comunicaciones que los tipos de interés se mantendrán «elevados durante más tiempo».

**La demanda interna sigue falta de dinamismo en China, aunque el crecimiento en el primer trimestre de 2024 resultó ser mayor de lo esperado.** El avance intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 1,6 % en el primer trimestre, desde el 1,2 % registrado en el trimestre anterior. Esta evolución refleja el incremento de la inversión pública derivado del estímulo fiscal procedente de la revisión de los presupuestos efectuada a finales de 2023, mientras que la demanda interna con origen privado, en especial el consumo, siguió siendo débil y se desaceleró en abril de 2024. En cambio, el crecimiento de la producción industrial volvió a ser elevado y la inversión sigue mejorando de forma sostenida, favorecida por el estímulo de los proyectos de infraestructuras. El mercado inmobiliario parece estar mostrando algunos signos incipientes de estabilización. Aunque el mercado de la vivienda en general continúa bastante estancado, recientemente se ha observado un repunte de las ventas de viviendas y de la inversión residencial, acompañado de una ralentización del descenso de las ejecuciones de obra nueva. En cuanto a las políticas económicas, las declaraciones de las autoridades en abril de 2024 señalaron un aumento de las ayudas públicas al mercado inmobiliario residencial

---

<sup>3</sup> La tasa de variación de los precios de consumo correspondiente a mayo de 2024, que se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de este Boletín Económico, descendió más de lo esperado. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta situarse en el 3,3 %, frente al 3,4 % de abril de 2024. La inflación subyacente interanual cayó hasta el 3,4 %, desde el 3,6 % de abril de 2024.

mediante la adquisición directa de proyectos de vivienda inacabados a los promotores, lo que generó cierto optimismo entre los participantes en el mercado. La inflación general interanual medida por el IPC aumentó hasta el 0,3 % en abril, desde el 0,1 % del mes anterior, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC también experimentó un ligero avance, hasta el 0,7 %, desde el 0,6 % en ese mismo período. La persistente debilidad de la evolución de los precios de producción, unida a la atonía de la demanda interna, sugiere que las presiones inflacionistas en la economía china siguen siendo débiles.

**En el Reino Unido, el crecimiento económico volvió a repuntar en el primer trimestre de 2024 y el mercado de trabajo está mostrando señales de moderación.** Tras la recesión técnica registrada en el segundo semestre de 2023, el PIB real creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024, muy por encima de las expectativas oficiales y de los mercados. La contribución de la demanda exterior neta fue positiva, debido a la fuerte disminución de las importaciones, que compensó con creces la caída de las exportaciones. Aunque los últimos datos apuntan a que la actividad económica era sólida al principio del segundo trimestre, se espera que crezca a un ritmo más moderado durante el resto del año. Además, el consumo privado se mantiene relativamente débil, en consonancia con la contención de los salarios reales, los elevados tipos de interés y las restrictivas políticas monetaria y fiscal. La inflación general ha continuado reduciéndose, pero persisten las presiones sobre los precios de los servicios. La inflación general medida por el IPC siguió descendiendo en abril de 2024 y se situó en el 2,3 %, desde el 3,2 % de marzo. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de los servicios sorprendió al alza situándose en el 5,9 % en abril, lo que supone solo una ligera disminución con respecto al 6 % del mes anterior y reflejó el elevado crecimiento de los salarios, así como la persistente escasez de mano de obra. El tensionamiento del mercado de trabajo continúa por encima de su media anterior a la pandemia. El avance de los salarios nominales —uno de los principales factores determinantes de la persistente inflación de los servicios— siguió moderándose en el primer trimestre de este año, aunque se mantiene en niveles muy altos. El Banco de Inglaterra prevé que las presiones salariales seguirán reduciéndose en los próximos meses.

## 2 Actividad económica

*El PIB real de la zona del euro creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024. Este repunte del crecimiento, tras cinco trimestres de actividad prácticamente estancada, reflejó una contribución positiva de la demanda exterior neta y de la demanda interna, y una aportación negativa de la variación de existencias. Los resultados de las encuestas apuntan a que la expansión continuó en el segundo trimestre. Si bien, en la industria, la producción sigue estando afectada por la debilidad de la demanda, sobre todo en sectores intensivos en energía, los servicios muestran señales más claras de una mejora generalizada. Por el lado de la oferta, la recuperación del primer trimestre estuvo impulsada íntegramente por el empleo, mientras que la productividad se estancó. Se espera que la economía de la zona del euro continúe recuperándose a lo largo de este año gracias al aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación, de la subida de los salarios y de la mejora de la relación real de intercambio, así como de la desaparición gradual del impacto del endurecimiento de la política monetaria. Además, las exportaciones deberían seguir creciendo en línea con la demanda mundial en los próximos trimestres, aunque los problemas de competitividad exterior continúan representando un riesgo a la baja.*

*Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,9 % en 2024 y que aumente hasta el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026<sup>4</sup>.*

**El producto de la zona del euro repuntó a principios de 2024**, tras más de un año de estancamiento. Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024, su mayor incremento intertrimestral desde el tercer trimestre de 2022 (gráfico 4)<sup>5</sup>. Los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles apuntan a una contribución positiva de la demanda interna y de la demanda exterior neta, junto con una aportación negativa de la variación de existencias<sup>6</sup>. La mejora de la demanda agregada parece haberse visto impulsada sobre todo por los servicios, como confirman los datos nacionales disponibles sobre el valor añadido, así como los datos mensuales de producción.

<sup>4</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2024.

<sup>5</sup> Véase el recuadro titulado «[La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?](#)» en este Boletín Económico

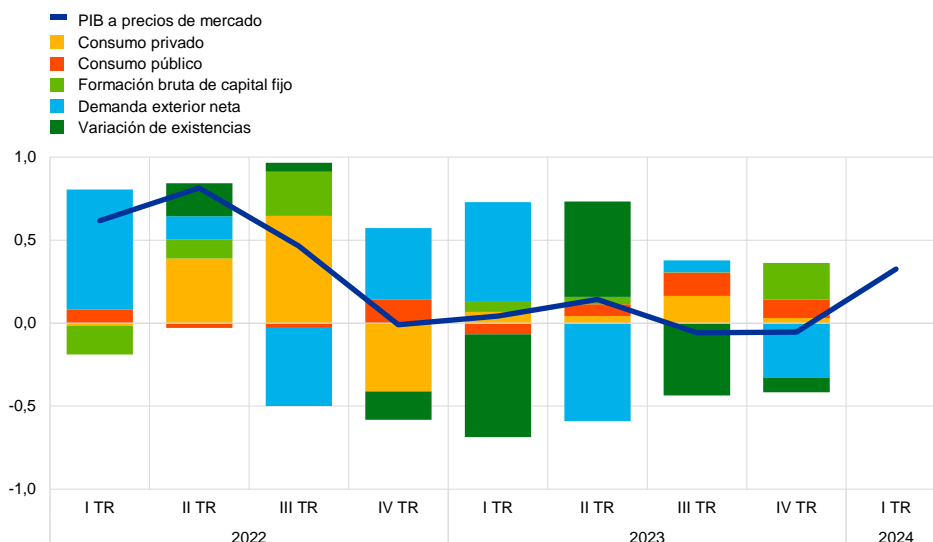
<sup>6</sup> La desagregación del PIB por el lado del gasto correspondiente al primer trimestre de 2024 se publicó el 7 de junio, con posterioridad a la fecha de cierre (5 de junio) de los datos incluidos en este Boletín Económico.



## 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 primer trimestre de 2024 para el PIB y al cuarto trimestre de 2023 para los demás componentes.

### Los datos procedentes de encuestas apuntan a una expansión continuada encabezada por los servicios en el segundo trimestre de 2024.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó, en promedio, en 51,9 en abril y mayo, frente a un valor de 49,2 en el primer trimestre de 2024. Este índice, que actualmente señala un crecimiento positivo, prosigue así su movimiento al alza iniciado en octubre de 2023. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en mayo, tras aumentar de manera sostenida desde el verano de 2023 (panel a del gráfico 5). El índice de nuevos pedidos, que debería ser más prospectivo, ha mostrado una mejora similar, aunque algo más intensa. En conjunto, estos indicadores sugieren que la caída de la producción en el sector manufacturero está tocando fondo. La recuperación de la actividad de los servicios ha sido más acusada, lo que apunta a que los resultados del segundo trimestre también se caracterizarán por una expansión liderada por los servicios (panel b del gráfico 5). La evidencia presentada en el recuadro 2, —en el que se muestra que el sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta se ha normalizado en gran medida desde 2022, según indica un análisis de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas— corrobora esta valoración para el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la percepción de riesgos ha disminuido ligeramente, aunque se mantiene elevada en términos históricos.

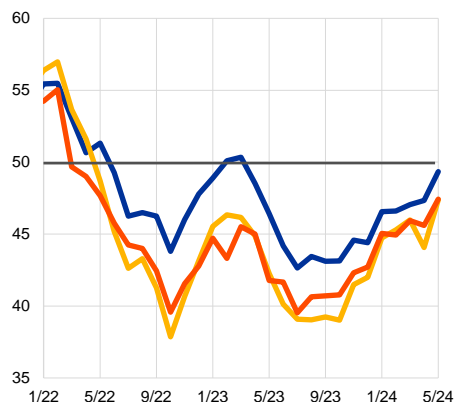
## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía

#### a) Manufacturas

(índices de difusión)

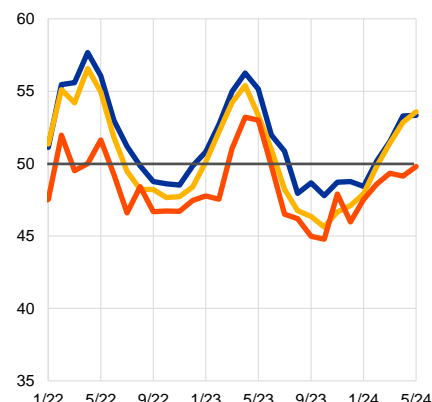
■ Producción  
■ Nuevos pedidos  
■ Nuevos pedidos de exportación



#### b) Servicios

(índices de difusión)

■ Actividad  
■ Nuevos pedidos  
■ Nuevos pedidos de exportación



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

### El avance del empleo estuvo en consonancia con la actividad económica en el primer trimestre de 2024.

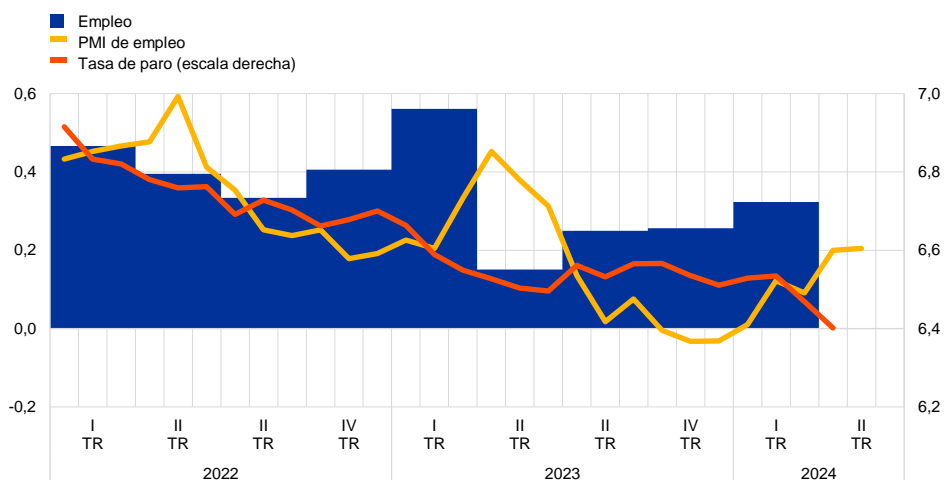
El empleo se incrementó un 0,3 % en ese trimestre (panel a del gráfico 6), impulsado principalmente por el crecimiento continuado de la población activa. La población activa implícita, que se infiere de la tasa de paro y del número de desempleados, también aumentó un 0,3 %. La productividad por persona ocupada no varió en el primer trimestre del año, dada la expansión similar del PIB y del empleo. En cuanto al margen intensivo, los datos preliminares sugieren un incremento de las horas trabajadas en el citado trimestre. La tasa de paro se redujo ligeramente hasta situarse en el 6,4 % en abril, desde el 6,5 % observado en marzo, y registró su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de empleo se mantiene en niveles elevados, aunque la tasa de vacantes registró un leve descenso en el primer trimestre de 2024 y se situó en el 2,8 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

## Gráfico 6

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

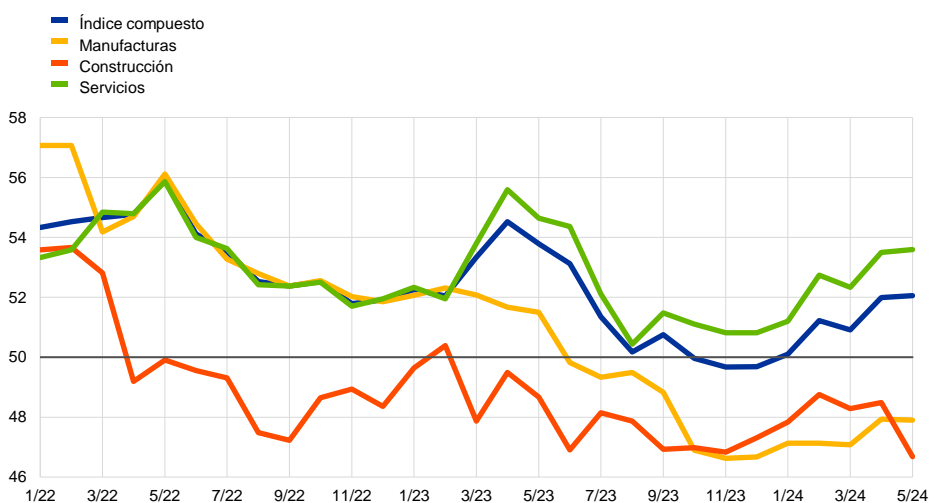
#### a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

(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 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el empleo, a mayo de 2024 para el PMI de empleo y a abril de 2024 para la tasa de paro. En el panel b, las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 para todos los indicadores.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo siguen apuntando a que el empleo creció en el segundo trimestre de 2024.** El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 52 en abril hasta un valor de 52,1 en mayo, lo que sugiere un avance del empleo. Este indicador había descendido considerablemente desde su máximo de abril de 2023, pero ha vuelto a incrementarse en los últimos meses impulsado por el sector servicios (panel b del gráfico 6). El PMI de servicios se elevó desde 53,5 en abril hasta 53,6 en mayo. En cambio, el PMI de manufacturas permaneció en terreno contractivo.

**El consumo privado habría aumentado en el primer trimestre de 2024 y debería seguir fortaleciéndose en el corto plazo.**

El agregado de los datos nacionales disponibles cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de junio apunta a un leve avance en el citado trimestre, con un consumo de bienes que probablemente se habría mantenido contenido y un consumo de servicios dinámico<sup>7</sup>. La atonía del gasto en bienes se refleja en la persistente debilidad de los volúmenes de ventas minoristas, que en el primer trimestre de 2024 se situaron apenas un 0,1 % por encima del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2023. En cuanto al gasto en servicios, la actividad de este sector en enero y febrero se situó, en promedio, un 1,6 % por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2023. Aunque los datos de las encuestas más recientes sugieren que el gasto en bienes podría seguir falto de dinamismo en el corto plazo, se observan algunas señales de recuperación gradual. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó subiendo en mayo. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión de la Comisión de las expectativas empresariales sobre el comercio minorista y las ventas de vehículos de motor mejoraron, aunque aún permanecían por debajo de sus medias de largo plazo. Las expectativas empresariales sobre los servicios intensivos en contacto se mantuvieron en terreno positivo y aumentaron con fuerza en mayo (gráfico 7). En general, la actual divergencia entre el consumo de bienes y el de servicios se ve respaldada por la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones mantiene su fortaleza y que la propensión al gasto en grandes compras solo mejora gradualmente.

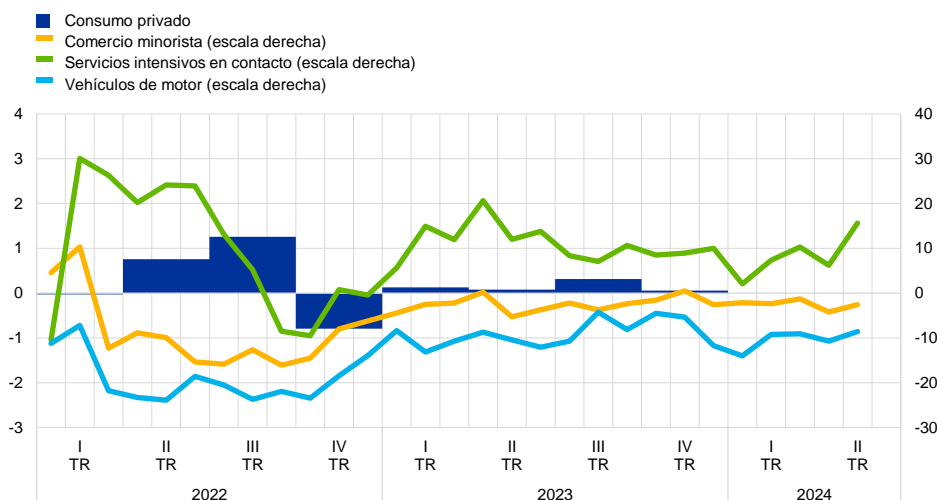
---

<sup>7</sup> El nivel de cobertura de los países en los datos disponibles para calcular la desagregación del PIB por el lado del gasto es de alrededor del 85 %.

## Gráfico 7

### Consumo privado y expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor), la demanda esperada de servicios intensivos en contacto y las ventas previstas de vehículos de motor para los tres meses siguientes se refieren a saldos netos; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para el consumo privado y a mayo de 2024 para las expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor.

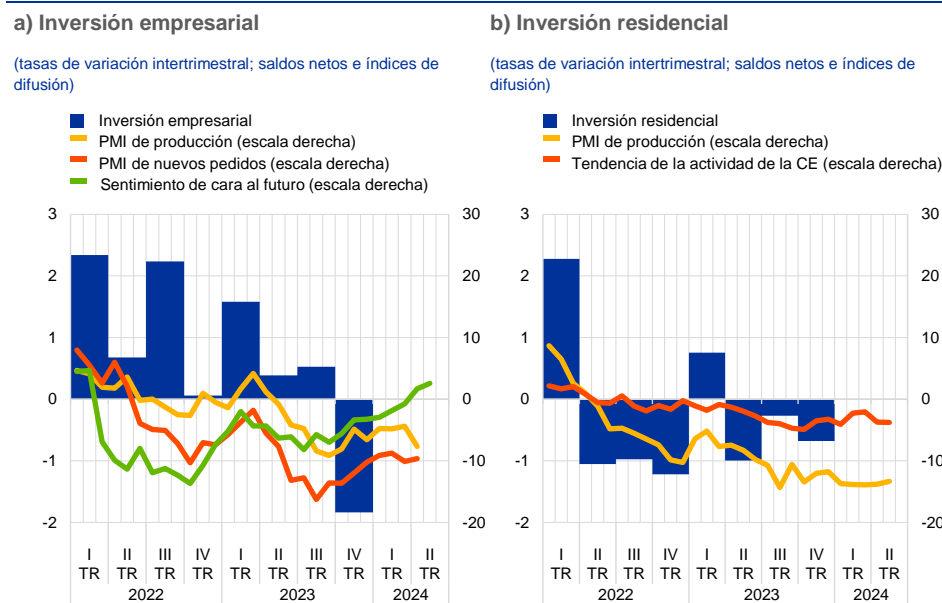
**La inversión empresarial habría repuntado a principios de 2024, después de registrar una contracción acusada a finales de 2023, y se espera que la recuperación continúe en el futuro.** Según el agregado de los datos de las cuentas nacionales disponibles, la inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) habría retornado al crecimiento en el primer trimestre de 2024, revirtiendo solo parcialmente la profunda contracción observada a finales del año pasado. El repunte del primer trimestre estaría prácticamente en línea con los datos de las encuestas, que mostraron una mejora tras tocar fondo al inicio del cuarto trimestre de 2023. Sin embargo, el avance del PMI del sector de bienes de equipo se detuvo en el primer trimestre de este año. Los datos del PMI apuntan a que el crecimiento de la inversión empresarial seguirá siendo contenido a corto plazo, dada la debilidad de la confianza en abril y en mayo, con caídas adicionales de la producción y los nuevos pedidos aún en terreno muy negativo (panel a del gráfico 8). Las encuestas de la Comisión Europea también señalan un nuevo aumento del número de fabricantes de bienes de equipo que mencionan la baja demanda como factor que limita la producción del sector. La encuesta semestral sobre inversión de marzo-abril realizada por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea sugiere una ralentización de la tasa anual de inversión empresarial en 2024, que cayó hasta un nivel compatible con una estabilización en términos anuales, si bien las intenciones de inversión son, en general, más positivas en los países que más se benefician de los fondos *Next Generation EU*<sup>8</sup> recientemente desembolsados. Los datos preliminares procedentes de los *earning calls* señalan una mejora del sentimiento sobre los beneficios y la

<sup>8</sup> Véase también Comisión Europea, «*European Economic Forecast – Spring 2024*», *Institutional Paper*, n.º 286, mayo de 2024, pp. 31-32.

inversión en el segundo semestre de 2024, lo que indica que la inversión se recuperaría más adelante. De forma similar, en abril, el índice Sentix de confianza de los inversores de la zona del euro a seis meses vista se adentró en terreno positivo por primera vez desde febrero de 2022 y siguió aumentando en mayo, lo que también implica un mayor apetito inversor en la segunda mitad del año.

### Gráfico 8

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas de los PMI representan las respuestas del sector de bienes de equipo. «Sentimiento de cara al futuro» se refiere al subíndice para los próximos seis meses del indicador Sentix de sentimiento de los inversores (reescalado por un factor de tres) de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión empresarial, a mayo de 2024 para el índice Sentix y a abril de 2024 para los demás conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión residencial, y a mayo de 2024 para el PMI de producción y la tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

**Es probable que la inversión residencial aumentara en el primer trimestre de 2024 pese a la debilidad del dinamismo subyacente, que debería persistir a corto plazo.** Según el agregado de los datos de las cuentas nacionales disponibles, la inversión en vivienda en la zona del euro se incrementó de forma acusada en el primer trimestre de 2024 con respecto al trimestre anterior. Este resultado estuvo impulsado en gran medida por unas condiciones meteorológicas excepcionalmente suaves en Alemania y por los efectos —intensos, pero en disminución— de los anteriores incentivos fiscales en Italia. También fue acorde, en general, con la producción de la construcción de edificios y de la construcción especializada en la zona del euro, que creció un 0,8 % en el primer trimestre de 2024 en comparación con el trimestre precedente. Sin embargo, indicadores de opinión recientes apuntan a un descenso de la inversión residencial en el segundo trimestre, ya que tanto el PMI de actividad en el sector de la vivienda como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada permanecieron en terreno contractivo en los primeros meses del segundo trimestre

(panel b del gráfico 8). En general, la tendencia a la baja de la inversión residencial refleja la significativa subida de los tipos de interés hipotecarios y la moderación del crecimiento del precio de la vivienda derivados del anterior endurecimiento de la política monetaria, que tuvo un impacto negativo en la accesibilidad a la vivienda y en su rentabilidad. Es probable que el nivel persistentemente elevado de los tipos de interés haga que la accesibilidad y la rentabilidad sigan siendo reducidas y continúen frenando el impulso de la inversión residencial.

**El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro empezó a normalizarse en el primer trimestre de 2024, tras ir rezagado con respecto al avance de las importaciones mundiales durante casi un año.**

Las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperaron ligeramente en el primer trimestre, a un ritmo del 0,1 %, dado que la debilidad de la demanda mundial siguió frenando la actividad exportadora. Es probable que las exportaciones de bienes registraran un comportamiento peor que las de servicios, lo que aún reflejaría cierto lastre para la competitividad derivado de la crisis gasística europea. Los elevados precios de la energía parecen haber ejercido una influencia importante en la debilidad de las exportaciones de la zona del euro en los últimos años, dado que las variaciones de las cuotas de exportación de los distintos sectores desde 2019 parecen mostrar una correlación negativa con su intensidad energética. Esta correlación es más intensa en el caso de China, donde las pérdidas de cuota de exportación a la zona del euro han sido sustanciales. En el futuro, las exportaciones deberían seguir evolucionando en línea con la demanda externa. Sin embargo, los indicadores de opinión siguen apuntando a que la atonía de las exportaciones continuará en el corto plazo. Los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios aumentaron en mayo de 2024, pero permanecen por debajo del umbral de expansión (gráfico 5). Pese a la mayor fortaleza del gasto interno en la zona del euro, la recuperación de las importaciones fue limitada y las importaciones reales de bienes siguieron disminuyendo, con una caída del 1,7 % en el primer trimestre de 2024. Ese trimestre, la demanda exterior neta contribuyó positivamente al PIB, debido a que las exportaciones registraron una evolución más favorable que las importaciones. Es probable que el efecto combinado del descenso de los precios de importación y el repunte de los precios de exportación se plasme en una nueva mejora de la relación real de intercambio.

**Se espera que la economía de la zona del euro se recupere a lo largo de 2024, en gran medida gracias al consumo privado.**

Esta recuperación se verá favorecida por el aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación, de la subida de los salarios y de la mejora de la relación real de intercambio. Aunque el impulso procedente de la demanda exterior neta a principios de 2024 refleja fundamentalmente la volatilidad registrada tras una caída transitoria a finales de 2023, se espera que la demanda externa siga aumentando y promueva el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. A medio plazo, la recuperación también se vería respaldada por la desaparición gradual del impacto negativo del anterior endurecimiento de la política monetaria y el supuesto de relajación de las condiciones financieras, en consonancia con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. Además, el crecimiento se beneficiará de la resiliencia del mercado de trabajo, con una tasa de desempleo

que continuará descendiendo más adelante en el horizonte de proyección hasta situarse en niveles históricamente bajos.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2024, el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026.** En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2024, debido a una evolución mejor de lo esperado a principios de año y a la mejora de la información más reciente. Las perspectivas de crecimiento del PIB se han corregido ligeramente a la baja para 2025 y se mantienen sin cambios para 2026.



### 3 Precios y costes

*La inflación general de la zona del euro repuntó hasta el 2,6 % en mayo de 2024, después de situarse en el 2,4 % en marzo y en abril. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente siguieron retrocediendo en abril. Las presiones inflacionistas internas disminuyeron en el primer trimestre del año, como reflejo de la reducción de los beneficios. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente estables y la mayoría se situaron en torno al 2 %. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, la inflación general descenderá gradualmente desde el 2,5 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.*

**La inflación general de la zona del euro se incrementó hasta el 2,6 % en mayo (según la estimación de avance de Eurostat), desde el 2,4 % registrado en abril (gráfico 9)<sup>9</sup>.** Este repunte fue el resultado de las mayores tasas de inflación de la energía y de los servicios, mientras que la inflación de los alimentos y la de los bienes industriales no energéticos se redujeron. La tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó hasta situarse en el 0,3 % en mayo, tras registrar tasas negativas en los doce meses anteriores. Este aumento refleja un efecto de base al alza, debido al significativo descenso observado en mayo de 2023. La inflación de los alimentos continuó disminuyendo y pasó del 2,8 % en abril al 2,6 % en mayo. Esta disminución obedeció a la caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, mientras que la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados se incrementó. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), experimentó un alza y se situó en el 2,9 % en mayo, frente al 2,7 % de abril, como consecuencia del repunte de la tasa de variación de los precios de los servicios (del 3,7 % en abril al 4,1 % en mayo). La reducción de las tasas de crecimiento de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos reflejan la moderación continuada de las presiones latentes sobre los precios, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios está relacionada, entre otros factores, con la mayor influencia de los costes laborales en algunos de sus componentes.

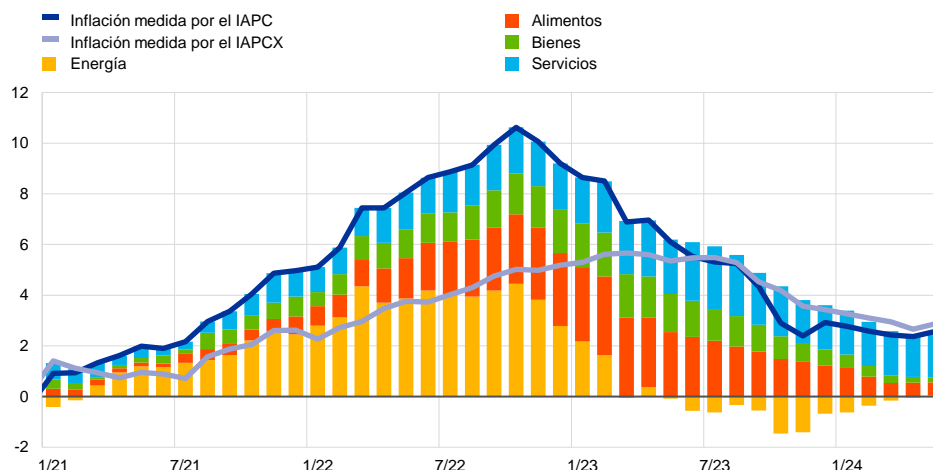
---

<sup>9</sup> La inflación general se mide en términos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

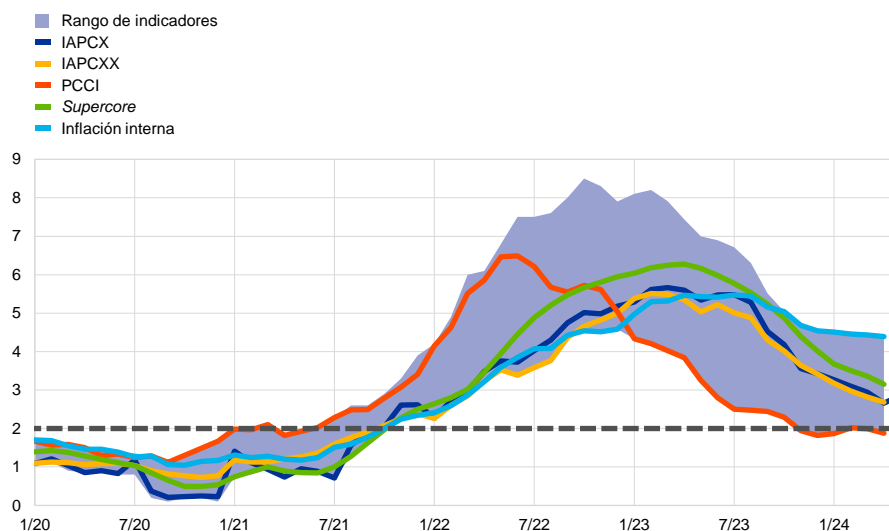
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 (estimaciones de avance).

**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, debido a la desaparición gradual de los efectos de las grandes perturbaciones anteriores, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de orientación restrictiva de la política monetaria (gráfico 10).** Los valores de los indicadores oscilaron entre el 1,9 % y el 4,4 % en abril; el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en la parte inferior del rango, y el indicador de la inflación interna (excluidos los componentes del IAPC con un alto contenido importador) en la parte superior. La inflación medida por el IAPCXX (que se refiere a la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado) se redujo hasta el 2,7 % en abril, desde el 2,8 % observado en marzo. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, disminuyó desde el 3,4 % en marzo hasta el 3,1 % en abril, mientras que el indicador PCCI basado en modelos retrocedió del 2 % al 1,9 % durante el mismo período. El indicador de la inflación interna, que se situó en el 4,4 % en marzo y abril de 2024, fue el más persistente y el que registró el nivel más alto, como consecuencia del fuerte peso que tienen los componentes de servicios, como los seguros o los servicios sanitarios, en su cálculo. Los precios de estos componentes suelen ajustarse con menos frecuencia y reaccionaron más tarde a los acusados aumentos de costes anteriores.

## Gráfico 10

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), 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 mayo de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX y a abril de 2024 para los demás indicadores.

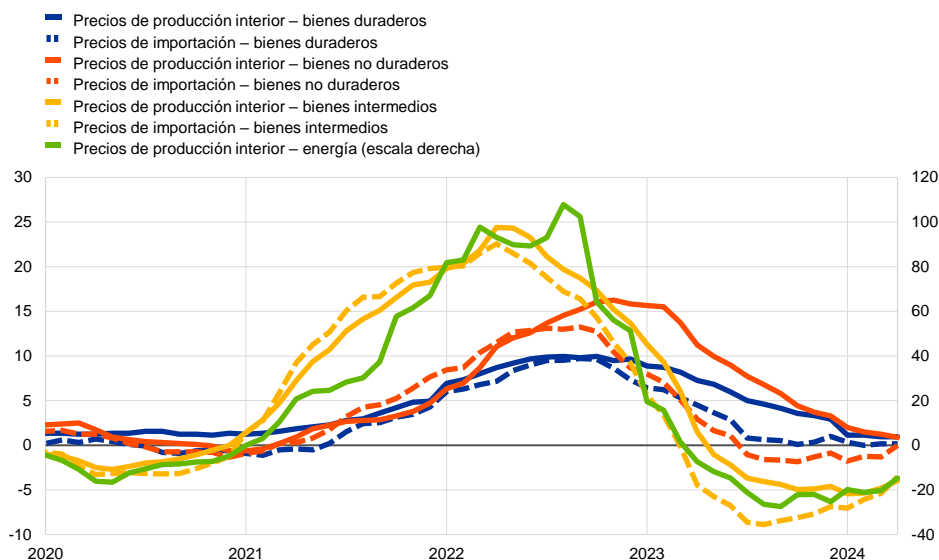
### La mayoría de los indicadores de presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva en niveles negativos desde marzo de 2023, aumentó hasta el  $-14,7\%$  en abril, desde el  $-20,3\%$  de marzo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también siguió siendo negativa ( $-3,9\%$  en abril, frente al  $-4,8\%$  en marzo). Lo mismo sucedió con la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes ( $-3,5\%$  en abril, frente al  $-5,4\%$  en marzo). Mientras tanto, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo duradero se estabilizó en el  $1\%$  en marzo y en abril, frente al  $1,1\%$  de febrero. La tasa de avance interanual correspondiente a los precios de importación fue del  $0,2\%$  en abril y en marzo, frente al crecimiento cero registrado en febrero. También se observó una relajación adicional de las presiones latentes acumuladas en la tasa de variación de los precios de producción de los bienes no duraderos, que siguió descendiendo en abril hasta situarse en el  $0,9\%$ . La tasa de avance interanual de los precios de importación de estos bienes registró un crecimiento nulo en abril, frente al  $-1,3\%$  de marzo. Los bienes de consumo no duradero incluyen productos alimenticios, y las tasas de variación interanual de los precios de producción de estos productos inicialmente registraron un retroceso más rápido que las de los bienes no alimenticios. Sin embargo, más recientemente el ritmo de descenso de los precios de producción de los alimentos ha convergido hacia el de los bienes no alimenticios.

## Gráfico 11

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

**Los últimos datos disponibles cuando se llevó a cabo el análisis sugieren que las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, han comenzado a remitir.** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 6 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios y de los costes laborales (gráfico 12). El impacto reducido de los costes laborales unitarios tuvo su origen en un crecimiento algo menos negativo de la productividad del trabajo y en el menor avance de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, que cayó desde el 5,3 % registrado en el tercer trimestre hasta el 4,9 % en el último trimestre de 2023<sup>10</sup>. Del mismo modo, el crecimiento salarial medido por la remuneración por hora se redujo hasta el 4,7 % en el cuarto trimestre, desde el 5,1 % observado en el tercer trimestre. Estas presiones a la baja de los beneficios unitarios y de los costes laborales fueron contrarrestadas en parte por la mayor contribución de los impuestos unitarios netos, como consecuencia del aumento de los impuestos unitarios y de una tasa de crecimiento más negativa de las subvenciones unitarias. Entretanto, el avance de los salarios negociados repuntó hasta el 4,7 % en el primer trimestre del año, después de disminuir ligeramente hasta el 4,5 % en el cuarto trimestre de 2023. Este incremento reflejó el ajuste gradual de los salarios a las perturbaciones de inflación anteriores y al tensionamiento de los mercados de trabajo. Con todo, los datos sobre los últimos acuerdos salariales apuntan a una disminución gradual de

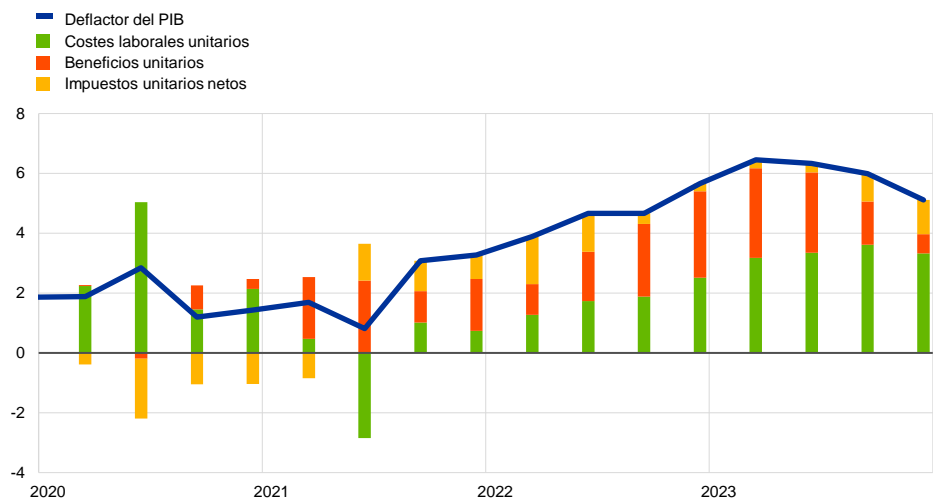
<sup>10</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 5 de junio de 2024. Los datos de las cuentas nacionales publicados el 7 de junio de 2024 muestran que la remuneración por asalariado creció con más fuerza en el primer trimestre de 2024 en términos interanuales (5 %, frente al 4,9 % en el cuarto trimestre) y los costes laborales unitarios avanzaron menos en tasa interanual (5,7 %, frente al 6 % en el cuarto trimestre). La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB siguió disminuyendo hasta situarse en el 3,6 % en el primer trimestre de 2024, desde el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2023.

las presiones sobre los salarios, aunque es probable que permanezcan en niveles relativamente elevados durante el resto de 2024<sup>11</sup>. Para 2024 se prevé que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se sitúe en el 4,8 %, en promedio. Sin embargo, después seguiría moderándose durante el horizonte de proyección, aunque permanecería por encima de los niveles históricos debido a las tensiones que persisten en los mercados de trabajo, a la compensación por inflación y a las subidas de los salarios mínimos.

### 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 cuarto 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 y los indicadores de mercado de la compensación por inflación se mantuvieron, en general, sin variación y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 13).

Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de junio de 2024, la media de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco) en el tramo más largo de la curva de rendimientos se mantuvieron, en general, estables, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %, lo que representa un descenso notable con respecto al máximo de varios años alcanzado a principios de agosto de 2023. 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. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en

<sup>11</sup> Véase Górnicka y Koester (eds.), «*A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

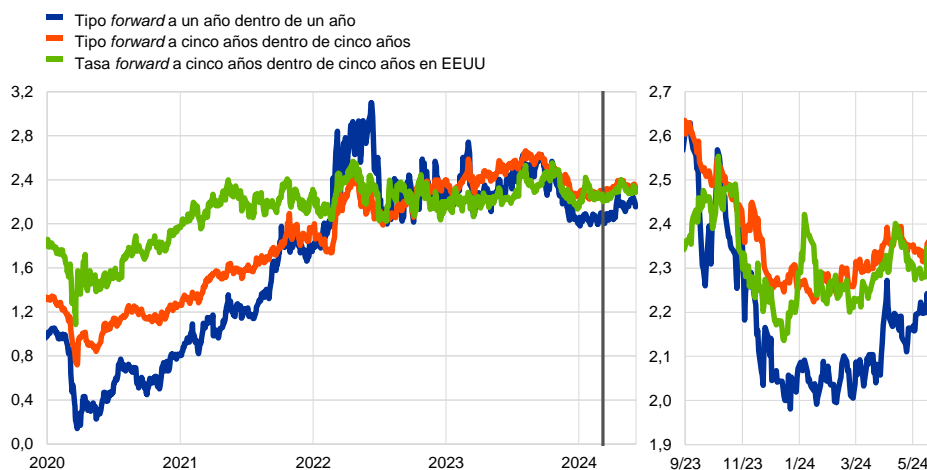
los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de la inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores esperan que la inflación continúe cayendo en 2024 y se sitúe, en promedio, en el 2,1 % en la segunda mitad del año. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año apenas varió durante el período analizado y fue del 2,2 %. Por lo que respecta al consumo, las expectativas de inflación se han moderado ligeramente en general. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de abril de 2024, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes era del 2,9 %, frente al 3 % de marzo, mientras que la tasa esperada a tres años vista había descendido hasta el 2,4 % desde el 2,5 % observado en marzo.

### Gráfico 13

#### Indicadores de mercado de la compensación por inflación y expectativas de inflación de los consumidores

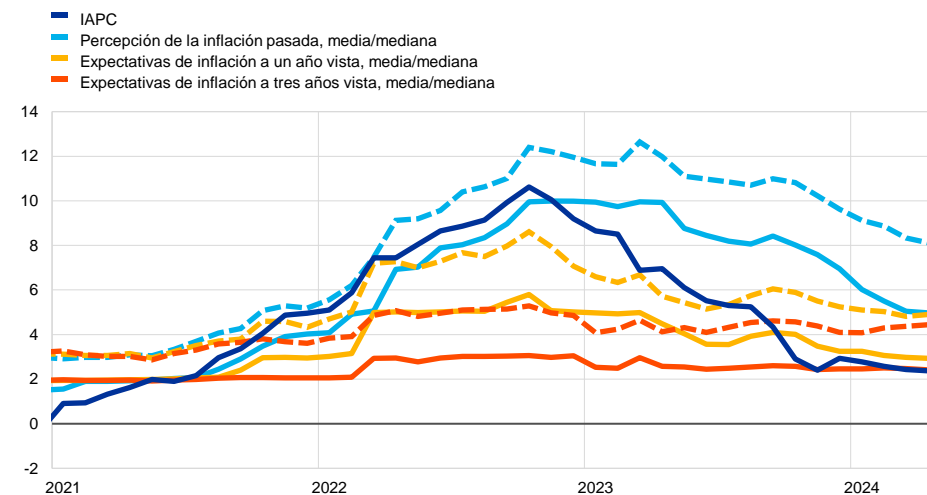
##### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES y cálculos del BCE.

Notas: El panel a 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 (7 de marzo de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024 para los tipos *forward*, a mayo de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a abril de 2024 para los demás indicadores.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2024, la inflación general seguirá moderándose, desde el 2,5 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14)<sup>12</sup>.** Esta moderación refleja la relajación continuada de las presiones latentes, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria, y se sustenta en el menor crecimiento de los costes laborales y la desaparición de los efectos de la crisis energética. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las

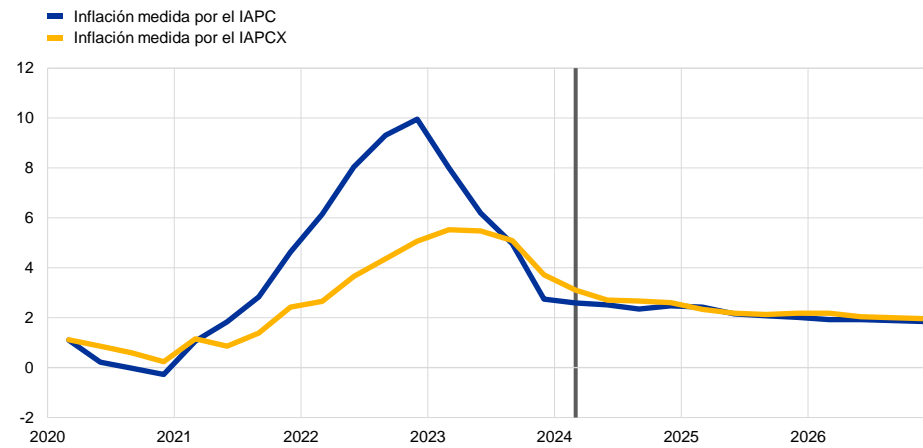
<sup>12</sup> Para información más detallada, véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024».

proyecciones de inflación general se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, debido principalmente a los efectos de base derivados de la inflación energética y de la retirada de las medidas fiscales relacionadas con la energía. Se prevé que la inflación medida por el IAPCX siga disminuyendo en los próximos años y se sitúe, en promedio, en el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 2 % en 2026. Con respecto a las proyecciones de marzo de 2024, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado al alza para 2024 y 2025, en 0,2 y en 0,1 puntos porcentuales, respectivamente.

### Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024.

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 se finalizaron el 22 de mayo de 2024 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de mayo de 2024. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.



*Durante el período de referencia comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024, los mercados financieros de la zona del euro siguieron centrándose en el ritmo de desinflación y en sus implicaciones para el calendario y la magnitud de los posibles recortes de los tipos de interés oficiales. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se desplazaron al alza para todos los plazos menos los más cortos, dado que los participantes en los mercados internalizaron las sorpresas macroeconómicas a ambos lados del Atlántico, lo que se tradujo en una moderación de sus expectativas de relajación de la política monetaria. El tramo corto de la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) apenas varió, y descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de interés de 25 puntos básicos en la reunión de junio del Consejo de Gobierno. En cambio, los recortes de tipos descontados por los mercados para el resto del año disminuyeron hasta situarse en reducciones acumuladas de 65 puntos básicos. La curva forward señala que se espera que el ciclo de relajación se estabilice con tipos entre el 2 % y el 2,5 % antes del final de 2026. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo también registraron un ligero incremento y los rendimientos de la deuda soberana evolucionaron, en general, en consonancia con los tipos libres de riesgo. Asimismo, los diferenciales soberanos con respecto al tipo OIS (overnight index swap) apenas variaron debido a que el acusado incremento de las emisiones de bonos siguió siendo bien absorbido por los inversores. Los precios de las acciones de la zona del euro continuaron aumentando, respaldados por la mejora de las expectativas de beneficios y el fuerte apetito por el riesgo, pese a las tensiones geopolíticas todavía elevadas. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se mantuvo, en general, estable frente al dólar estadounidense.*

**La curva forward del OIS se ha desplazado al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo en un contexto de moderación de las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los recortes de los tipos de interés en 2024 (gráfico 15).** El tipo de interés de referencia a corto

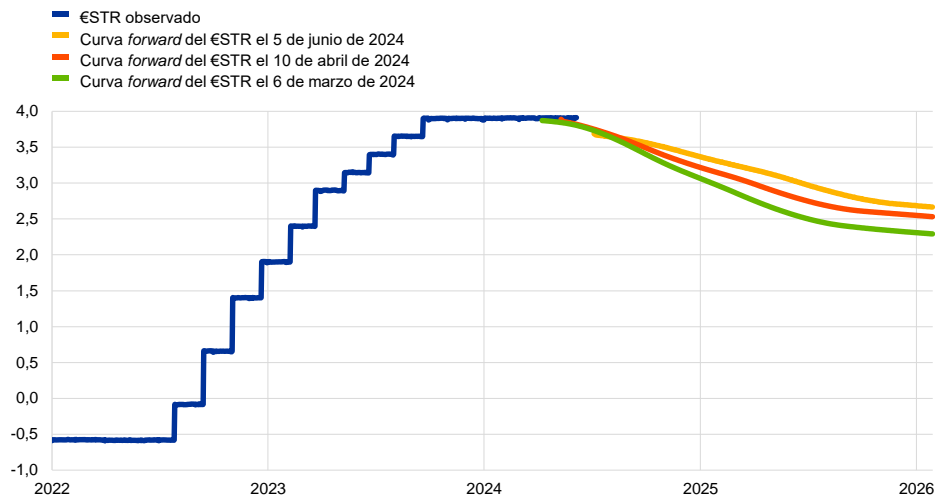
plazo del euro (€STR) permaneció estable en el 3,9 % durante el período de referencia al no haber variado el tipo de interés de la facilidad de depósitos, que el Consejo de Gobierno ha mantenido en el 4 % desde la reunión de política monetaria de septiembre de 2023. Entre el 7 de marzo y el 4 de junio, el exceso de liquidez disminuyó en alrededor de 302 mm de euros, hasta una cifra de 3.198 mm de euros. Esta disminución fue principalmente consecuencia de los reembolsos, en marzo, de fondos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y, en menor medida, de la reducción 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 de esta cartera. El tramo corto de la curva forward del OIS que se basa en el €STR descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de 25 puntos básicos en la reunión de junio. En cambio, los tipos forward asociados a las reuniones posteriores del Consejo de Gobierno han aumentado desde la reunión de marzo. Esta evolución indica que los participantes en los mercados esperan que haya menos recortes de los tipos de interés oficiales durante el resto del año y que estas se produzcan más

tarde de lo que se esperaba previamente. En conjunto, la curva *forward* pasó de descontar en marzo reducciones acumuladas de alrededor de unos 100 puntos básicos a lo largo de 2024 a rebajas acumuladas de alrededor de 65 puntos básicos.

### Gráfico 15

#### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

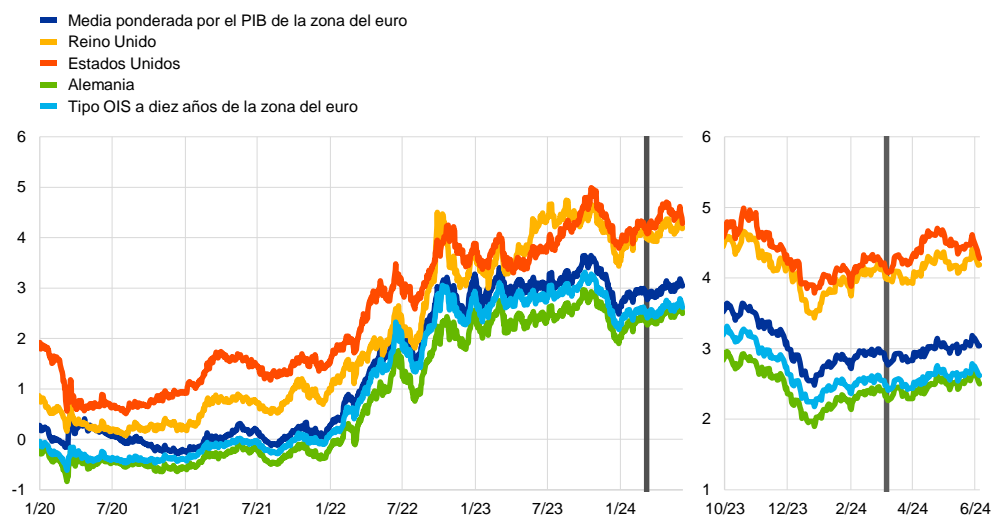
### Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se incrementaron, aunque menos que sus equivalentes de Estados Unidos

(gráfico 16). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo aumentaron de forma acusada en la primera mitad del período analizado, sobre todo como resultado de la reevaluación de las perspectivas de tipos de interés en Estados Unidos, y posteriormente experimentaron un descenso moderado. El tipo OIS a diez años de la zona del euro se incrementó 30 puntos básicos hasta el final de abril y terminó el período considerado en torno al 2,6 %, 16 puntos básicos por encima del nivel observado cuando se celebró la reunión de marzo. En Estados Unidos, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo registraron mayores fluctuaciones en general y un alza más notable durante el período de referencia, particularmente en los días en los que se publicaron los datos del Índice de Precios de Consumo (IPC). El rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años se amplió en 19 puntos básicos hasta situarse en el 4,3 %, por lo que el diferencial entre los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos prácticamente no varió. El rendimiento de la deuda soberana del Reino Unido aumentó en 19 puntos básicos hasta el 4,2 %.

## Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

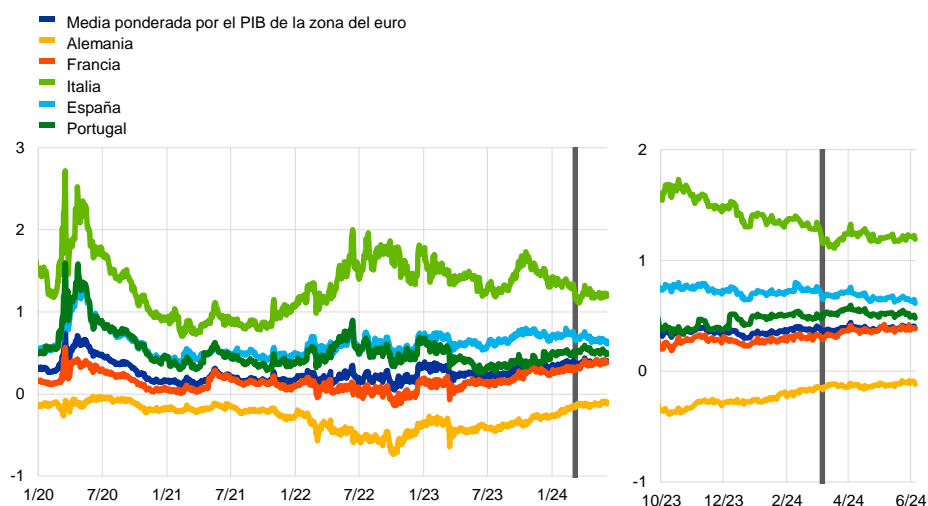
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro fluctuaron básicamente en consonancia con los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17).** Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB había aumentado unos 24 puntos básicos y se situó en torno al 3,04 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo registró un leve incremento de 5 puntos básicos. Los diferenciales soberanos de los distintos países, incluidos los de la zona del euro con menor calificación, apenas experimentaron cambios durante el período analizado. Dicho período se caracterizó por la resiliencia del mercado de deuda soberana, en el que las emisiones excepcionalmente elevadas fueron bien absorbidas por la demanda pujante de los inversores que buscaban asegurar la rentabilidad anticipándose a un ciclo inminente de recortes de los tipos de interés oficiales.

### 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: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del periodo de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad mostraron leves descensos en un contexto de fuerte apetito por el riesgo en general.** Durante el periodo de referencia, estos diferenciales se redujeron

14 puntos básicos, los correspondientes a las entidades financieras 23 puntos básicos y los de las sociedades no financieras 12 puntos básicos. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión fluctuaron con moderación y al final del periodo analizado habían disminuido 8 puntos básicos. Los diferenciales de la parte con mejor calificación (B-BB) del segmento de alta rentabilidad continúan muy por debajo de su mediana histórica, a pesar de que en los últimos meses han aumentado las frecuencias de impago esperadas en este segmento del mercado. La resiliencia del sector empresarial de la zona del euro ha contribuido a contener los costes de la financiación mediante valores de renta fija.

**Los precios de las acciones de la zona del euro siguieron aumentando ligeramente pese a la elevada incertidumbre macroeconómica y al incremento de los tipos de descuento (gráfico 18).** Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos volvieron a revalorizarse durante el periodo

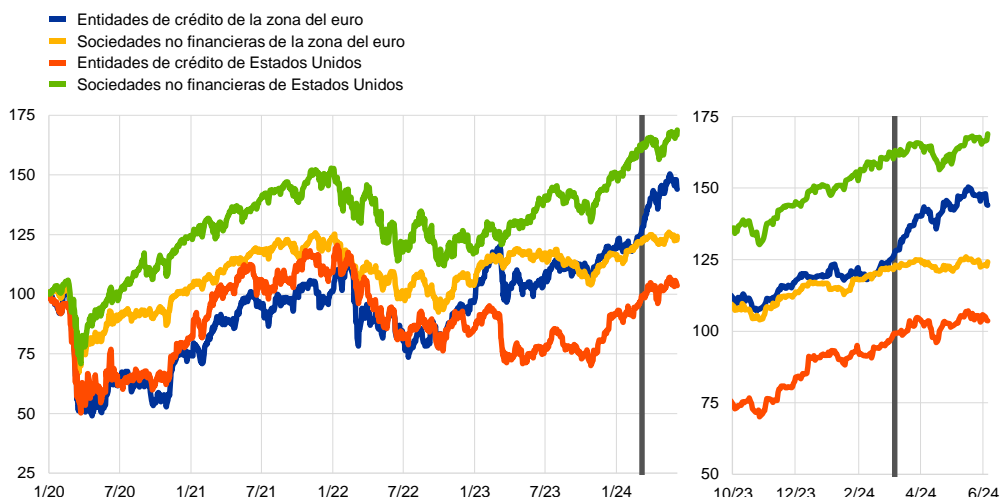
considerado, aunque las tensiones geopolíticas continuaron siendo elevadas. Los índices de las dos regiones se anotaron subidas de alrededor del 2,5 % y del 3,8 %, respectivamente. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por el descenso de las primas de riesgo de las acciones y por las mayores expectativas de beneficios a corto y a largo plazo, que compensaron con creces el impacto de la subida de los tipos de descuento. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se incrementaron un 0,9 % y un 3,6 %, respectivamente, durante el periodo analizado. Las cotizaciones del sector bancario, que ascendieron un 12,4 %,

siguieron siendo superiores a sus equivalentes estadounidenses, que crecieron un 4,5 %.

### Gráfico 18

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

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

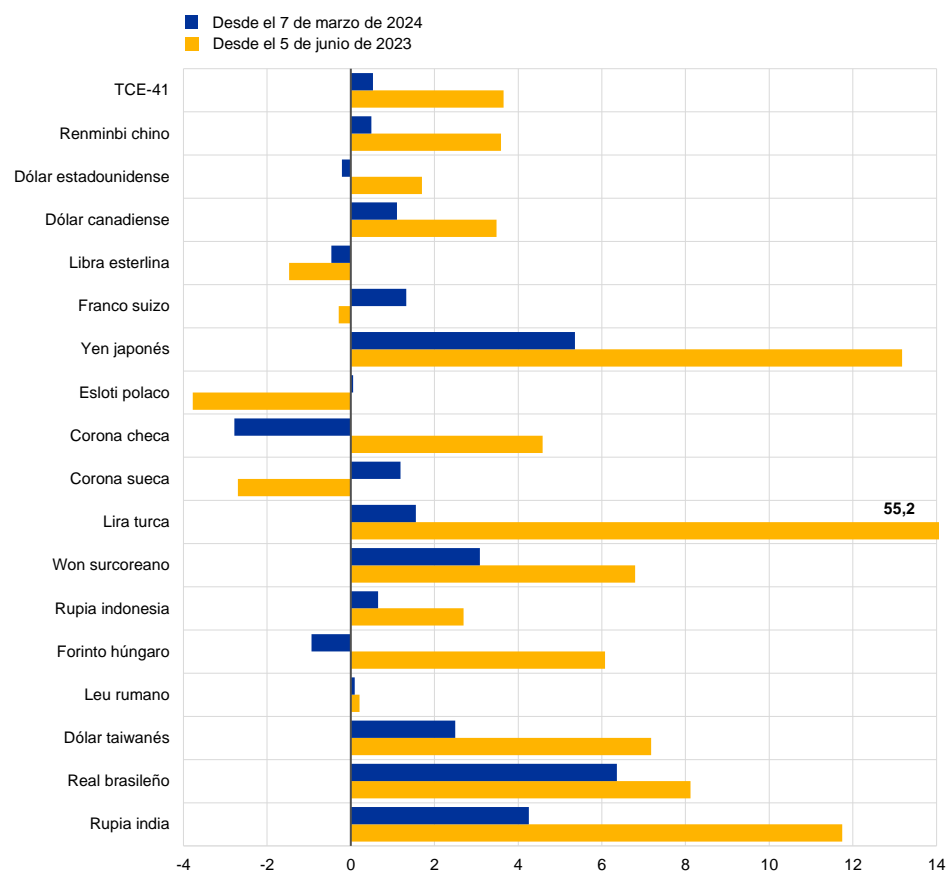
#### En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se mantuvo, en general, estable frente al dólar estadounidense (gráfico 19).

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 apreció un 0,5 %. Esta ligera apreciación de la moneda única obedeció en gran parte a su revalorización frente a las monedas de varias economías avanzadas. Se apreció un 5,2 % frente al yen japonés, un 1,3 % frente al franco suizo, un 1,2 % frente a la corona sueca y un 1,1 % frente al dólar canadiense. Esta evolución reflejó, sobre todo, diferencias en cuanto a la política monetaria. Por ejemplo, el Banco Nacional de Suiza redujo sus tipos de interés en 25 puntos básicos hasta el 1,5 % en marzo, el Sveriges Riksbank recortó su principal tipo de interés oficial del 4 % al 3,75 % en su reunión de mayo y el Banco de Canadá aplicó una rebaja de 25 puntos básicos a su tipo de interés hasta situarlo en el 4,75 % el 5 de junio. El euro se depreció un 0,4 % frente a la libra esterlina, dado que los participantes en los mercados aplazaron sus expectativas sobre el calendario de los posibles recortes de los tipos oficiales por parte del Banco de Inglaterra. La moneda única permaneció relativamente estable frente al dólar estadounidense (-0,2 %), pese a observarse algunas fluctuaciones en el período.

### 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 5 de junio de 2024.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*En abril de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron estables en niveles elevados. El coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija y mediante acciones aumentó en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024. En abril, el crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se estabilizó en niveles reducidos, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente, impulsada por las abultadas entradas netas del exterior.*

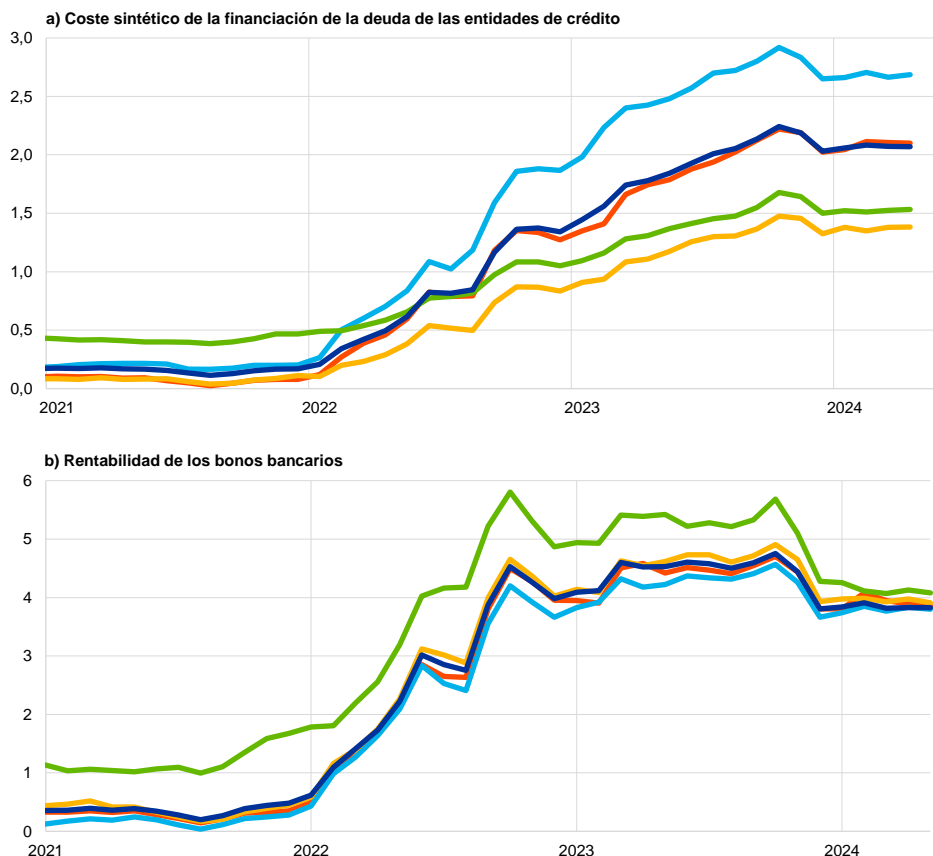
**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados en términos históricos.** Dado que la composición de la financiación siguió moviéndose hacia fuentes más caras, los costes de financiación de las entidades continuaron siendo altos. En abril de 2024, el coste sintético de la deuda de las entidades de la zona del euro se mantuvo sin variación con respecto a marzo, en el 2,07 % (panel a del gráfico 20). La rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó ligeramente en abril, y los tipos de interés agregados de los depósitos, que representan la mayor parte de los costes de financiación de las entidades de crédito, no experimentaron cambios (panel b del gráfico 20). Esta evolución oculta una heterogeneidad considerable entre países y una disparidad entre instrumentos y sectores. Los tipos de interés de los depósitos a la vista se mantuvieron estables en abril, mientras que los de los depósitos a plazo hasta dos años cayeron, lo que provocó un ligero estrechamiento del amplio diferencial de tipos entre ambas clases de depósitos. Sin embargo, los tipos de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses repuntaron.

## 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 corresponden a abril de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 5 de junio de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

### En abril de 2024, los tipos de interés de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda se mantuvieron estables en niveles elevados.

En abril, los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas no experimentaron cambios y se situaron en el 5,18 %, solo algo por debajo del máximo del 5,27 % alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 21), en un entorno de heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. Dada la forma invertida de la curva de rendimientos, los tipos de los préstamos con períodos de fijación del tipo de interés más largos continuaron siendo inferiores a los de los préstamos con períodos de fijación cortos. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se estrechó nuevamente



en abril hasta situarse en 0,23 puntos porcentuales, el nivel más bajo desde la pandemia, debido a los tipos más reducidos aplicados a los primeros y al mantenimiento en el mismo nivel de los aplicados a los segundos. Tras cuatro descensos consecutivos, los tipos de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda no variaron y se situaron en el 3,80 % en abril, por debajo del máximo del 4,02 % observado en noviembre de 2023 (gráfico 21). Esta estabilización tuvo un carácter generalizado en los distintos plazos de vencimiento. En abril, los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos a hogares para consumo aumentaron ligeramente con respecto a su nivel de marzo en un entorno de volatilidad, mientras que los de los préstamos a empresarios individuales registraron una leve disminución.

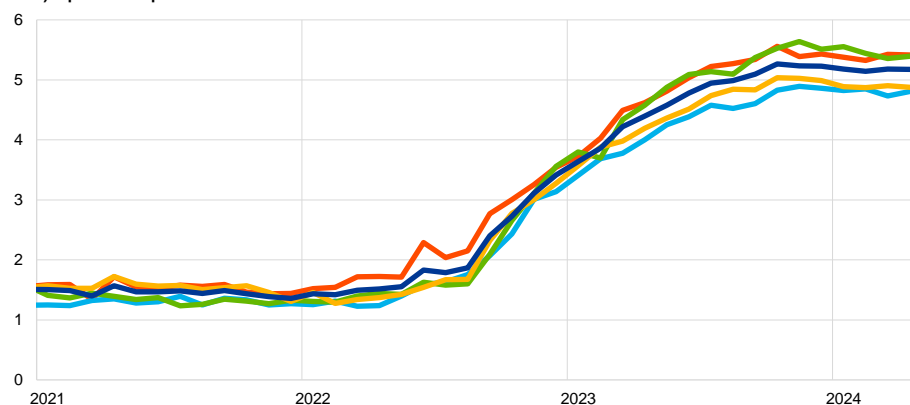
### Gráfico 21

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

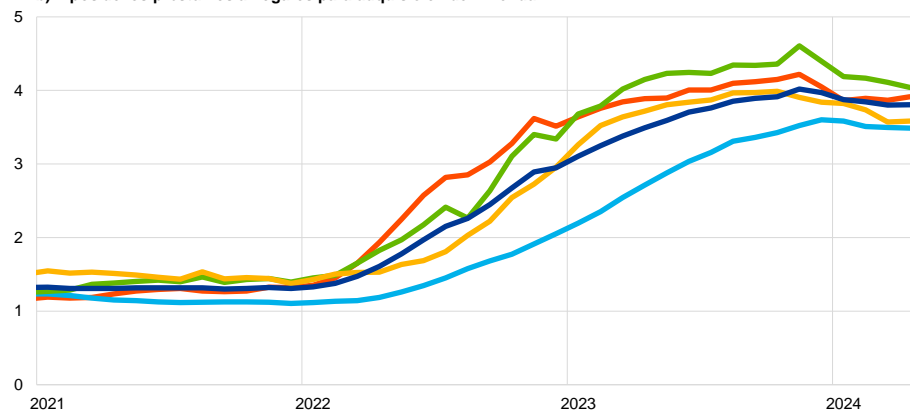
(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

#### a) Tipos de los préstamos a SNF



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



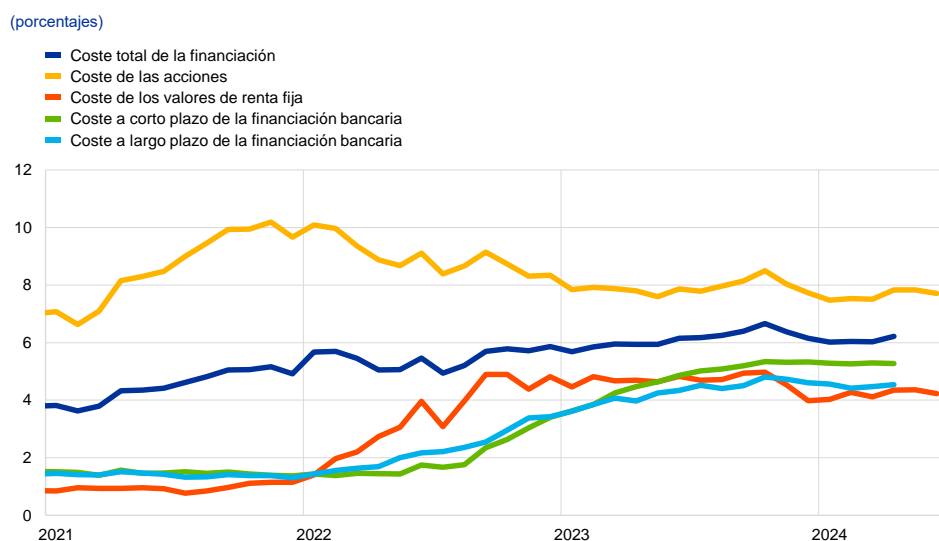
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

**En el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se situó en el 6,2 % en abril, 20 puntos básicos por encima del nivel registrado en marzo, pero todavía por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 22)<sup>13</sup>. Todos los componentes contribuyeron al aumento del índice del coste total de la financiación, salvo el coste de los préstamos a corto plazo, que apenas varió. Los datos diarios relativos al coste de los valores de renta fija y de las acciones muestran un incremento de ambos indicadores en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024. El coste de los valores de renta fija repuntó, dado que el ascenso del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [Overnight Index Swap] a diez años) no se vio compensado por la compresión de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF en los segmentos tanto de grado de inversión como de alta rentabilidad. Asimismo, el coste de las acciones se elevó en el mismo período, debido a que la subida del tipo de interés libre de riesgo superó el ligero descenso de las primas de riesgo (sección 4).

### Gráfico 22

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (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 5 de junio de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a abril de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

**En abril de 2024, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se mantuvo prácticamente en cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos.** La tasa

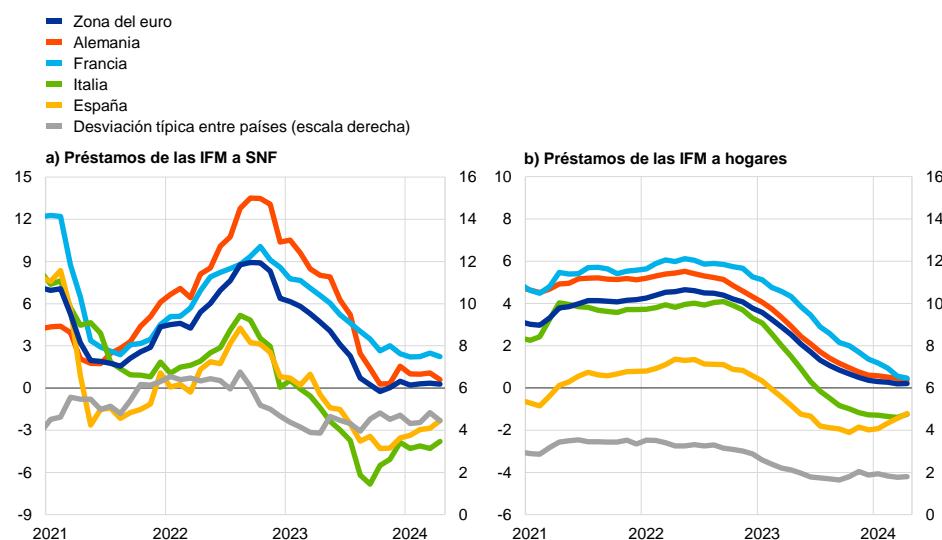
<sup>13</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta abril de 2024.

de crecimiento interanual de los préstamos a SNF registró un ligero descenso y se situó en el 0,3 % en abril, frente al 0,4 % de marzo (panel a del gráfico 23), mientras que la de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 0,2 % en abril (panel b del gráfico 23). Si bien los préstamos para consumo conservaron su capacidad de resistencia, los préstamos para adquisición de vivienda mostraron un crecimiento ligeramente positivo y los concedidos a empresarios individuales continuaron registrando tasas de avance negativas. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de abril de 2024 indicaron que un porcentaje neto todavía elevado, aunque cada vez menor, de encuestados tenía la impresión de que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes. La persistente debilidad del crecimiento de los préstamos refleja el estancamiento de la dinámica crediticia observado desde principios de 2023 debido a la falta de dinamismo de la demanda agregada, al endurecimiento de los criterios de concesión y al impacto del tono restrictivo de la política monetaria en los tipos de interés de los préstamos.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

#### La financiación externa neta de las empresas de la zona del euro mostró falta de dinamismo en el primer trimestre de 2024 y en abril.

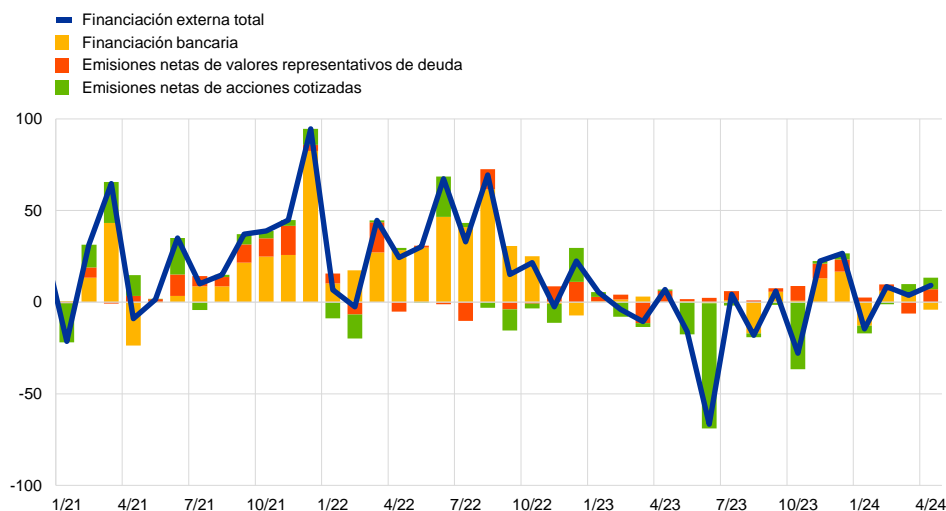
Los flujos netos de financiación externa continuaron siendo reducidos en comparación con las medias históricas (gráfico 24). Esta evolución se explica por los bajos niveles de emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas y de financiación bancaria, dado que la actividad económica mantuvo su atonía y los tipos de interés oficiales son restrictivos. La fuerte contracción del volumen de préstamos a corto plazo estuvo en consonancia con las menores necesidades de capital circulante y con el aumento de las existencias de productos terminados observado a mediados

de 2023, mientras que los flujos de préstamos a plazos más largos también siguieron siendo débiles, en un entorno de escaso vigor de la demanda de inversión. Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas repuntaron ligeramente en marzo y abril, pero permanecieron en niveles reducidos en general.

## Gráfico 24

### Flujos netos de financiación externa de las SNF de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

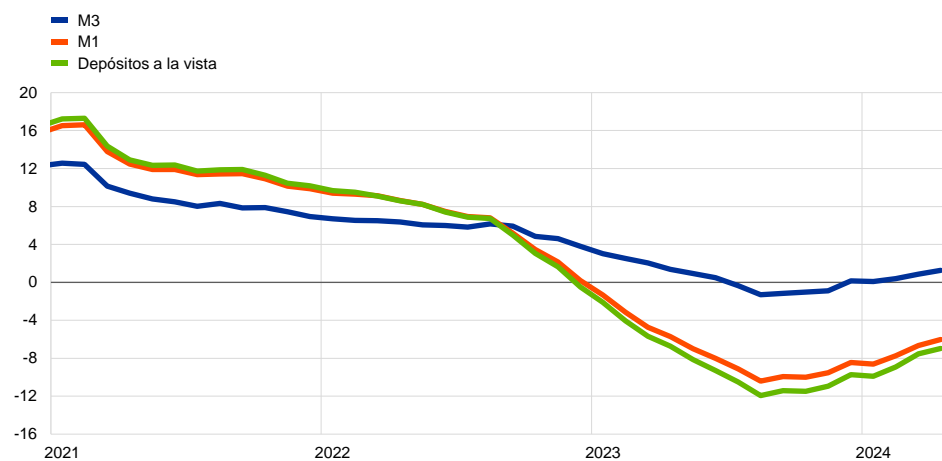
**Los depósitos a plazo de las empresas y de los hogares volvieron a aumentar, en un contexto de señales de ralentización del desplazamiento hacia este tipo de depósitos en abril de 2024.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se contrajo a un ritmo menor en abril (-7 %), tras haber caído hasta situarse en el -7,5 % en marzo (gráfico 25). La persistente preferencia de las empresas y los hogares por los depósitos a plazo y los instrumentos negociables continúa explicándose por su mayor remuneración en comparación con la de los depósitos a la vista<sup>14</sup>. Si bien los flujos de depósitos siguen mucho más orientados hacia los depósitos a plazo que en el pasado, este desplazamiento está perdiendo fuerza, y el diferencial de tipos entre ambos instrumentos se está estabilizando. La asignación de depósitos de las empresas se está aproximando a un nivel que está más en línea con los patrones históricos, y los depósitos a la vista de los hogares registraron las primeras entradas mensuales positivas desde septiembre de 2022. Los elevados tipos de interés a corto plazo continuaron respaldando el fuerte crecimiento de los fondos del mercado monetario.

<sup>14</sup> Como en ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Véase también el recuadro titulado «La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

## Gráfico 25

### 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 abril de 2024.

#### La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente en abril de 2024, impulsada nuevamente por abultadas entradas netas del exterior.

El crecimiento monetario ha ido aumentando progresivamente en los últimos meses, aun cuando los préstamos a hogares y a empresas han mantenido su falta de dinamismo. La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro se incrementó hasta el 1,3 % en abril, desde el 0,9 % de marzo (gráfico 20). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, permaneció en terreno negativo, pero volvió a repuntar hasta situarse en el -6 % en abril, en comparación con el -6,6 % de marzo. En abril, la creación de dinero se vio impulsada por las significativas entradas del exterior, en un entorno de persistencia del superávit por cuenta corriente debido a la debilidad de las importaciones, y estuvo respaldada por las elevadas emisiones netas de deuda pública de la zona del euro. Estas entradas se contrarrestaron, en parte, con la continua contracción del balance del Eurosistema, mientras que la contribución de los préstamos a empresas y a hogares siguió siendo débil.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situó en el 3,6 % del PIB en 2023, debería disminuir hasta el 3,1 % del PIB en 2024 y después caer gradualmente hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en 2026. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y algo más en los dos años siguientes. El endurecimiento de 2024 refleja sobre todo las expectativas de que los Gobiernos retiren gran parte de las medidas de apoyo introducidas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. Este factor también contribuirá marginalmente al endurecimiento del tono de la política fiscal en 2025, mientras que la leve ralentización del crecimiento del gasto y las medidas de consolidación adicionales por el lado de los ingresos en algunos países se sumarán al ligero endurecimiento adicional previsto para 2025-2026. Se espera que la ratio de deuda de la zona del euro se estabilice en general en un nivel elevado de aproximadamente el 89 % del PIB, como consecuencia de la persistencia de los déficits primarios y de los ajustes positivos entre déficit y deuda, que se verían compensados por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento en descenso, pero todavía negativos. Ahora será importante que los Gobiernos apliquen plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE para reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Al mismo tiempo, una implementación efectiva y rápida del programa Next Generation EU (NGEU) es fundamental de cara a promover la innovación y aumentar la inversión en las transiciones verde y digital.*

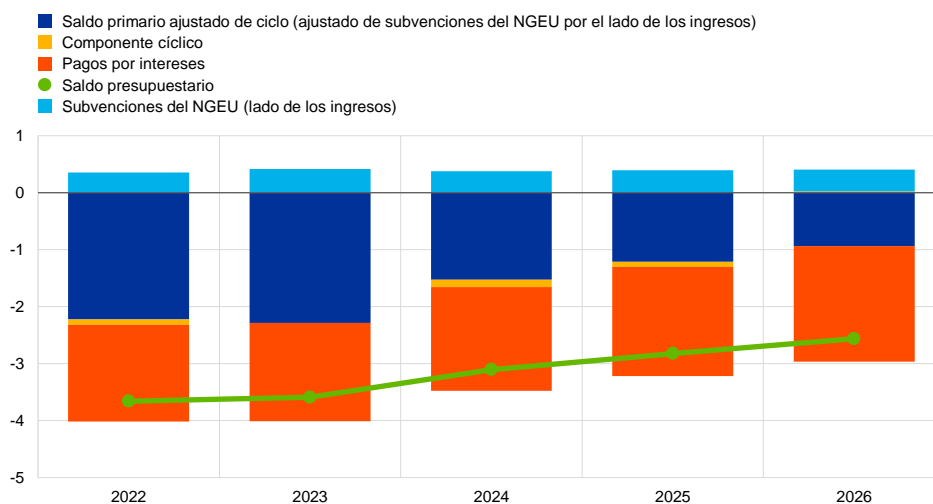
**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente durante el horizonte de proyección (gráfico 26)<sup>15</sup>.** En retrospectiva, el déficit presupuestario de la zona del euro disminuyó de forma muy marginal desde el 3,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023. En el futuro, el déficit debería registrar un descenso más significativo y situarse en el 3,1 % del PIB en 2024 y después disminuir adicionalmente hasta el 2,8 % del PIB en 2025 y el 2,6 % en 2026. La senda prevista refleja sobre todo un saldo primario ajustado de ciclo que se irá reduciendo gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque seguirá siendo negativo, y mostrará la mayor caída en 2024. Sin embargo, esta evolución se verá compensada en parte por el aumento paulatino de los gastos por intereses a lo largo de todo el período, debido a la lenta traslación de las anteriores subidas de los tipos de interés habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana. La sustancial disminución del déficit primario ajustado de ciclo en 2024 obedece en gran parte a la considerable reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación general de los precios de consumo se van atenuando.

<sup>15</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2024.

## Gráfico 26

### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024.

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

**El déficit presupuestario en 2023 resultó ser 0,4 puntos porcentuales mayor de lo estimado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024.** A nivel de la zona del euro, esta sorpresa obedeció, principalmente, a un crecimiento del gasto primario por encima de lo previsto. Además, se estima que el resultado más adverso también se extenderá a 2024, con una revisión a la baja del saldo presupuestario de 0,2 puntos porcentuales como consecuencia de la disminución del saldo primario. Si bien las revisiones del saldo presupuestario y sus componentes son insignificantes para 2025, se prevé un ajuste al alza de 0,2 puntos porcentuales para 2026 debido a la mejora del saldo primario.

**Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y algo más en los dos años siguientes<sup>16</sup>.** La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024 (de 0,7 puntos porcentuales del PIB). Esto refleja sobre todo las expectativas de que los Gobiernos retiren gran parte de las medidas de apoyo introducidas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. Este efecto también contribuirá marginalmente al tono más restrictivo de la política fiscal en 2025, en conjunción con un aumento de los impuestos y de las contribuciones sociales, así como con un crecimiento más lento de las transferencias fiscales. Según las proyecciones, ese

<sup>16</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta 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.

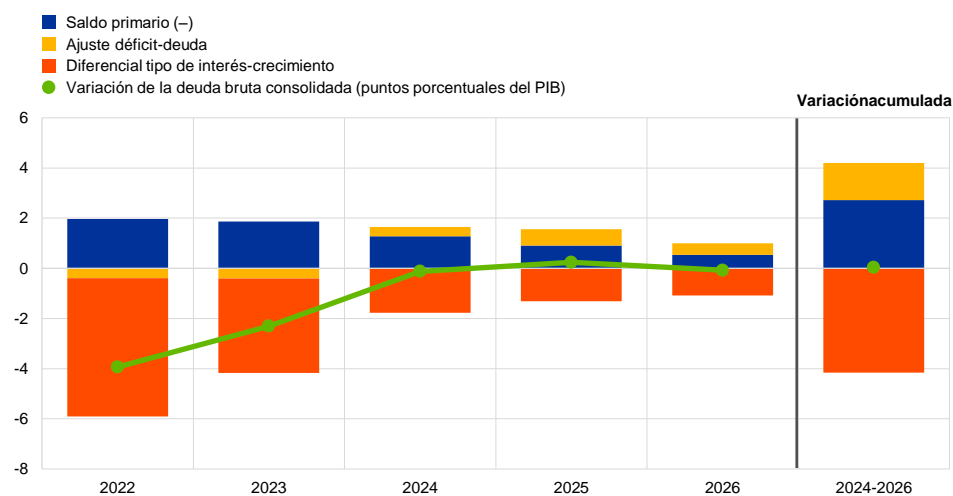
tono más restrictivo se verá compensado solo en parte por un débil crecimiento de la inversión pública. El endurecimiento adicional de la orientación de la política fiscal en 2026 se debe principalmente a la disminución de las subvenciones y de otras transferencias fiscales. El tono fiscal se endurecería un total de 1,3 puntos porcentuales del PIB en el período 2024-2026.

**Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en niveles elevados y estable (en torno al 88,5 %) a lo largo de todo el horizonte de proyección (gráfico 27).** Durante la pandemia, la ratio de deuda experimentó un alza significativa y se situó en torno al 97 % del PIB en 2020, pero desde entonces ha descendido de forma gradual. Sin embargo, parece que esta tendencia favorable se ha interrumpido. Ahora se espera que la ratio de deuda permanezca bastante estable a lo largo del horizonte de proyección, con un aumento marginal en 2025, impulsado por los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento cada vez menores, pero todavía negativos.

### Gráfico 27

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuente: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024.

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

**Será fundamental aplicar plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE para ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida.** En los próximos años, será necesaria la consolidación de las finanzas públicas con un enfoque que favorezca el crecimiento, tras un período en el que las políticas fiscales han tenido que hacer frente a repetidas perturbaciones económicas. Al mismo tiempo, una aplicación efectiva y rápida del programa NGEU es fundamental de cara a promover la innovación, impulsar el crecimiento potencial y aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. La explicación es que, como señaló la Comisión en su [evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia \(MRR\)](#),



hasta la fecha ha habido retrasos en los desembolsos y las inversiones en el marco del programa, por lo que impacto positivo sobre el crecimiento ha sido muy inferior al esperado inicialmente.

# Recuadros

## 1 La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva y Michel Soudan

**El crecimiento del PIB real ha sido considerablemente más débil en la zona del euro que en Estados Unidos desde el inicio de la pandemia<sup>1</sup>.** Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2023, la economía de la zona del euro avanzó en torno a un 3 % en términos acumulados, mientras que, en Estados Unidos, el PIB real aumentó más de un 8 % (gráfico A), lo que se tradujo en un diferencial de crecimiento acumulado de unos 5 puntos porcentuales<sup>2</sup>. Esta brecha es atribuible, sobre todo, al menor dinamismo del consumo privado en la zona del euro que en el país norteamericano, donde el apoyo directo a las rentas y una reducción relativamente más pronunciada del exceso de ahorro proporcionaron un impulso especialmente fuerte a la demanda. La zona del euro sufrió una importante perturbación en la relación real de intercambio como consecuencia de la crisis energética desencadenada por la invasión de Ucrania. Aunque existe evidencia dispar de la magnitud relativa de los efectos de la política monetaria en las dos regiones, es posible que el respaldo de la política fiscal haya sido mayor en Estados Unidos si se tiene en cuenta la intensidad de las diversas perturbaciones, aunque las distintas convenciones en materia de presentación de información hacen que resulte más difícil establecer comparaciones. En este recuadro se examinan estos y otros factores determinantes, pero no se analizan las diferencias en las tendencias estructurales de crecimiento económico antes de la pandemia<sup>3</sup>.

**La desagregación por componentes del gasto muestra que el dinamismo del consumo privado en Estados Unidos explica la mayor parte de la brecha de crecimiento** (gráfico A). El consumo privado contribuyó con unos 7 puntos porcentuales a la diferencia entre el crecimiento observado en la zona del euro y en el país norteamericano desde el inicio de la pandemia hasta el cuarto trimestre de

<sup>1</sup> Véase también F. de Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom y D. Moore, «*Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?*», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 de mayo de 2024.

<sup>2</sup> Si se excluyen los datos sobre activos intangibles de Irlanda, caracterizados por una alta volatilidad — 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—, el diferencial de crecimiento entre la zona del euro y Estados Unidos en ese período es de 5,7 puntos porcentuales.

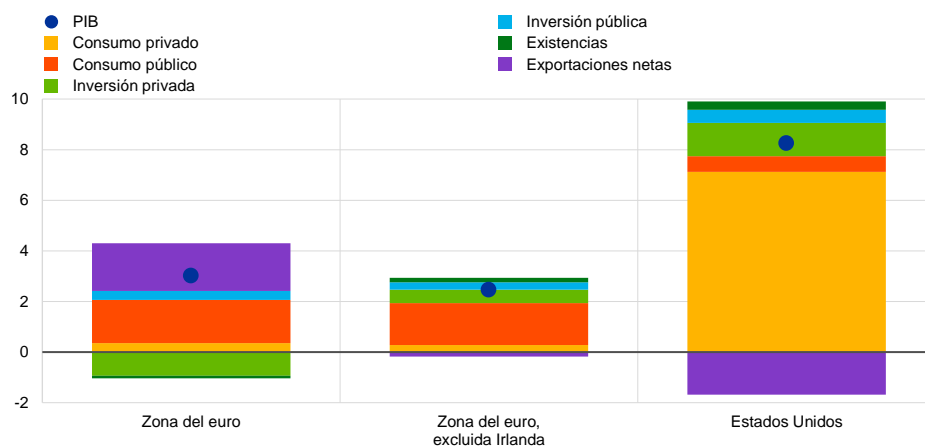
<sup>3</sup> Un análisis de los factores estructurales que explican los diferenciales de crecimiento entre Estados Unidos y la zona del euro en las últimas décadas —como unas estructuras económicas menos favorables en la zona del euro (es decir, las estructuras de producción y de consumo, así como las normativas y políticas sectoriales que determinan los incentivos de los agentes económicos para invertir, consumir y realizar intercambios comerciales dentro y fuera de la región), un menor gasto en I+D, menos innovación y adopción de tecnologías digitales, un crecimiento potencial más bajo, unos costes de financiación del sector público más elevados y mayores dificultades de acceso al crédito— queda fuera del ámbito de este recuadro.

2023. La inversión y los flujos comerciales con activos intangibles en Irlanda, especialmente volátiles, afectaron de forma acusada a la zona del euro, lastrando su inversión e impulsando sus exportaciones netas durante ese período. Al mismo tiempo, la inversión privada creció más en Estados Unidos que en la zona del euro, incluso si se ajusta por los activos intangibles de Irlanda y pese a la caída de la inversión residencial en el país norteamericano. En cambio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue más negativa en Estados Unidos que en la zona del euro, aún después del ajuste por los flujos comerciales intensivos en intangibles de Irlanda, debido al vigor de las importaciones impulsadas por la demanda del país norteamericano. En la zona del euro, la inversión pública registró un avance marginalmente menor, aunque su nivel fue mucho más elevado que en años anteriores, gracias al apoyo del programa *Next Generation EU*. Por otra parte, el consumo público contribuyó más al crecimiento del PIB en la zona del euro que en Estados Unidos.

### Gráfico A

#### Crecimiento del PIB real en la zona del euro y en Estados Unidos

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Notas: La inversión pública de la zona del euro se aproxima por la inversión total real menos la suma de las medias móviles de cuatro trimestres de la inversión nominal sin desestacionalizar de las sociedades no financieras, de las instituciones financieras y de los hogares, obtenidas del BCE y de los datos de las cuentas sectoriales trimestrales de Eurostat, deflactada por el deflactor de la inversión total. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

#### La perturbación causada por la pandemia parece haber tenido un impacto más acusado en el crecimiento real de la zona del euro que en el de Estados Unidos<sup>4</sup>.

Desde la irrupción de la pandemia, el gasto en consumo ha mostrado mayor vigor en Estados Unidos que en la zona del euro. Esto refleja, entre otros factores, la respuesta de la política fiscal a la pandemia en 2020, unida posteriormente a la fortaleza del mercado de trabajo, que sirvieron para impulsar la renta disponible con mayor intensidad en el país norteamericano (gráfico B). En ambas regiones se acumuló un exceso de ahorro, si se compara con las tendencias anteriores a la pandemia. Mientras que el exceso de ahorro se mantuvo elevado en la zona del euro, su reversión más rápida en Estados Unidos proporcionó un fuerte

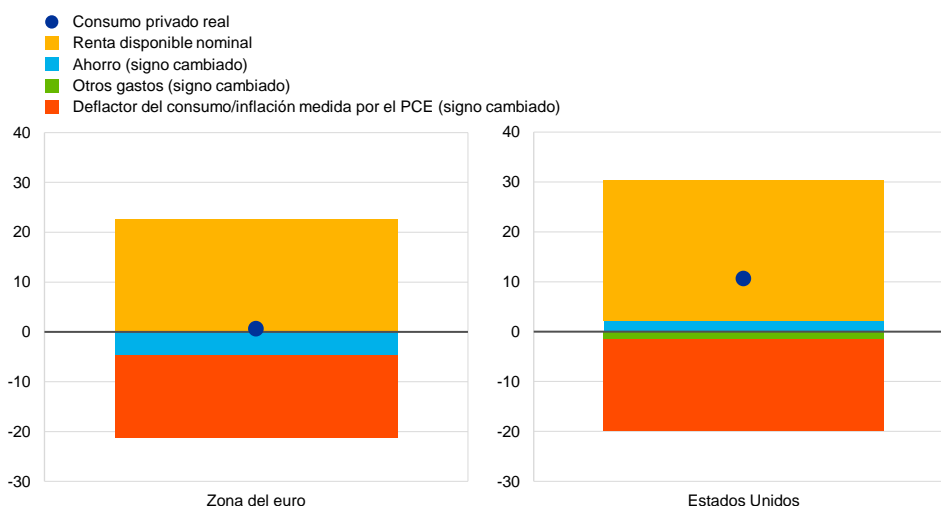
<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

impulso al consumo privado en ese país en 2022 y 2023 (gráfico B). La composición de los activos en los que se materializó el exceso de ahorro desalentó el gasto en la zona del euro, ya que, a diferencia de los consumidores estadounidenses, los hogares de la zona habían acumulado saldos de activos líquidos relativamente reducidos<sup>5</sup>. Si estos hogares hubieran recortado su tasa de ahorro en la misma cuantía que las familias de Estados Unidos en el período pospandemia, a igualdad de otros factores, el diferencial de crecimiento acumulado del consumo habría sido de unos 3 puntos porcentuales, en lugar de los 10 puntos porcentuales que se registraron desde el cuarto trimestre de 2019.

### Gráfico B

#### Consumo privado, renta y ahorro en la zona del euro y en Estados Unidos

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Notas: «Otros gastos» se refiere a pagos de intereses y transferencias. «PCE» es el índice de precios del gasto en consumo personal.

#### La economía de la zona del euro también se ha visto más perjudicada por las consecuencias de la guerra de Rusia contra Ucrania.

El impacto económico de la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, así como la consiguiente crisis energética y los repuntes de la inflación de los alimentos, incidieron de forma particularmente acusada en la economía de la zona del euro. Ello puede atribuirse a la proximidad geográfica, al grado de dependencia de las importaciones de energía y alimentos de esa región, y al efecto adverso en la confianza de los consumidores de la zona. El considerable deterioro de la relación real de intercambio se intensificó con la depreciación del euro tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos, es decir, con respecto a una cesta de monedas (panel a del gráfico C)<sup>6</sup>. Por el contrario, en Estados Unidos, la relación real de intercambio fue mucho más estable, sobre todo debido a su mayor grado de independencia energética. En la zona del euro, la fuerte perturbación que afectó a la relación real de intercambio se tradujo en una caída de las rentas reales y en una disminución de la competitividad,

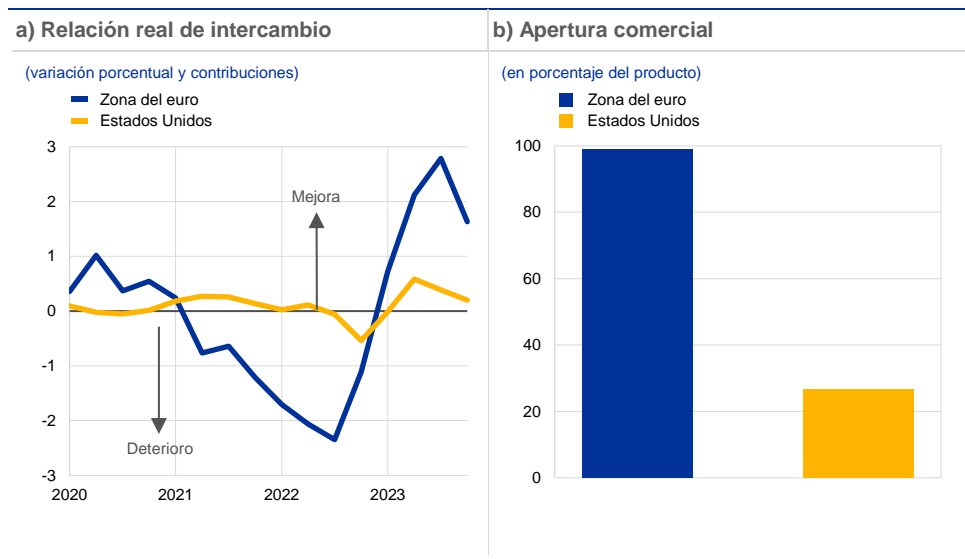
<sup>5</sup> Véase el recuadro titulado «El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

en un contexto de deterioro de la confianza y de creciente incertidumbre. Esto sirvió para frenar el consumo privado, en especial el de bienes. Aunque la actividad de los servicios se vio estimulada por los efectos de la reapertura en ambas regiones, el crecimiento de la producción de este sector fue más vigoroso en Estados Unidos. Además, la mayor apertura comercial de la zona del euro hizo que su sector manufacturero se viera particularmente expuesto a los cuellos de botella en la oferta y a la desaceleración global (panel b del gráfico C).

### Gráfico C

#### Relación real de intercambio y apertura comercial en la zona del euro y en Estados Unidos



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

Notas: El panel b muestra la suma de las exportaciones e importaciones reales fuera de la zona del euro en porcentaje del producto real en 2023, lo que refleja la mayor participación de la zona del euro en el sistema de comercio mundial y, por tanto, una sensibilidad más acusada de la actividad al comercio en esta región que en Estados Unidos. Las últimas observaciones del panel a corresponden al cuarto trimestre de 2023, y las observaciones del panel b a 2023.

#### El avance de la productividad del trabajo en Estados Unidos ha sido significativamente mayor que el de la zona del euro desde la pandemia. La

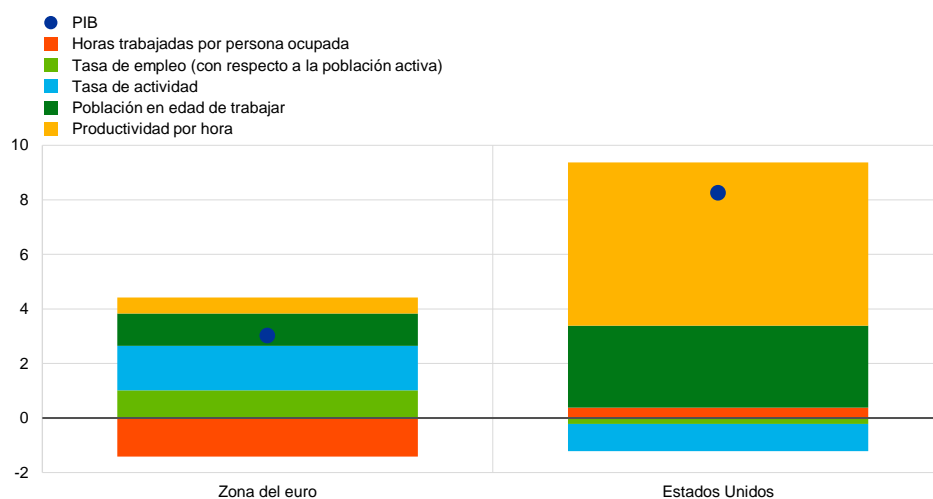
descomposición del crecimiento del PIB en productividad del trabajo, resultados del mercado laboral y tendencias demográficas muestra una diferencia particularmente pronunciada en la productividad del trabajo (gráfico D). En el período transcurrido desde la irrupción de la pandemia, la productividad por hora trabajada ha aumentado solo un 0,6 % en la zona del euro, frente al 6 % en Estados Unidos. Esta trayectoria divergente del avance de la productividad comenzó en el segundo trimestre de 2020, ya que la relación entre empleo y PIB se ajustó de forma más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro. Ello se debió, en parte, a la puesta en marcha de programas de mantenimiento del empleo en la zona del euro, en contraposición al aumento del desempleo que se observó en Estados Unidos. Tras reducirse durante un breve período, la brecha de crecimiento de la productividad empezó a ampliarse de nuevo a partir de mediados de 2022 porque, en la zona del euro, la productividad se vio lastrada por la perturbación energética. La evolución sectorial produjo un efecto importante sobre el crecimiento de la productividad de la zona del euro, y la construcción, en particular, contribuyó negativamente al aumento de la productividad por hora trabajada. Al mismo tiempo,

la aportación de los servicios de TIC y profesionales a la mejora de la productividad en Estados Unidos fue notable. Además, la productividad del trabajo suele ser mucho más cíclica en la zona del euro que en Estados Unidos. Esto se traduce en un menor avance de la productividad en épocas de bajo crecimiento del producto (como ocurre actualmente en la zona del euro) y en un avance más intenso de la productividad cuando la economía se recupera<sup>7</sup>. El fuerte incremento de la población en Estados Unidos, reflejo, fundamentalmente, del aumento de la inmigración, se vio compensado en parte por la caída de la tasa de actividad. En términos de contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro en ese período, la expansión de la población activa, favorecida por el mayor crecimiento de las tasas de actividad y la afluencia de trabajadores migrantes, se vio contrarrestada en cierta medida por el descenso de las horas trabajadas por persona ocupada. En la zona del euro, el aumento de la población activa fue acompañado de una tasa de empleo más alta, lo que también contribuyó al crecimiento del PIB.

### Chart D

#### Crecimiento del PIB real y mercado de trabajo

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

**En comparación con un escenario de ausencia de medidas de apoyo fiscal, se estima que la política fiscal discrecional ha contribuido positivamente al crecimiento en ambas regiones en general, aunque resulta difícil establecer comparaciones precisas<sup>8</sup>.** En la fase más aguda de la pandemia en 2020, las medidas discrecionales adoptadas contribuyeron a amortiguar los efectos de la perturbación causada por la pandemia. El estímulo (aproximado por la variación del saldo primario ajustado de ciclo en 2020 en comparación con 2019) fue sustancial

<sup>7</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, «Low for long? Reasons for the recent decline in productivity», *The ECB Blog*, 6 de mayo de 2024.

<sup>8</sup> No se dispone de estimaciones comparables del tamaño y la composición de las medidas discrecionales (más allá de la orientación fiscal), ni de su impacto en el crecimiento. Para la zona del euro, véase el recuadro titulado «The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022» en el artículo «The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023. Para 2023 se estima que el efecto de las medidas fiscales discrecionales sobre el crecimiento será moderadamente negativo.

en ambas áreas económicas, si bien fue mayor en Estados Unidos, donde superó el 5 % del PIB, frente al 4 % del PIB en la zona del euro (gráfico E). En términos de composición, las medidas de apoyo a las rentas de los hogares estadounidenses, que fueron de carácter generalizado y de cuantía relativamente elevada, respaldaron el consumo privado, mientras que el estímulo fiscal aplicado en la zona del euro estuvo más focalizado en el sostenimiento del empleo, como fue el caso de los programas de mantenimiento del empleo<sup>9</sup>. La orientación de la política fiscal se endureció en ambas regiones en 2021 y 2022, pero más en Estados Unidos que en la zona del euro<sup>10</sup>. En 2022, cuando comenzó la crisis energética en la zona del euro, los Gobiernos adoptaron importantes medidas para reducir los precios de la energía y apoyar las rentas por un importe próximo al 2 % del PIB; al mismo tiempo, la mejora de las cuentas públicas fue considerablemente mayor en Estados Unidos, como consecuencia, entre otros factores, de la retirada de las medidas de apoyo asociadas a la pandemia. En 2023, la posición fiscal de Estados Unidos volvió a empeorar, debido a la caída de los ingresos tributarios por plusvalías, así como a medidas discrecionales, como las contempladas en la Ley de Reducción de la Inflación que promueven la inversión industrial. En conjunto, aunque el impulso fiscal acumulado durante el período 2020-2023 fue similar en las dos regiones, se produjo en respuesta a perturbaciones que fueron más intensas en la zona del euro. Además, dado que el déficit primario era sustancialmente más elevado en Estados Unidos antes de la pandemia (así como la inercia del gasto), ese país acumuló déficits primarios (y deuda) muy superiores a los de la zona del euro, en especial durante 2020-2021 y en 2023<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021. Para un análisis de la zona del euro, véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

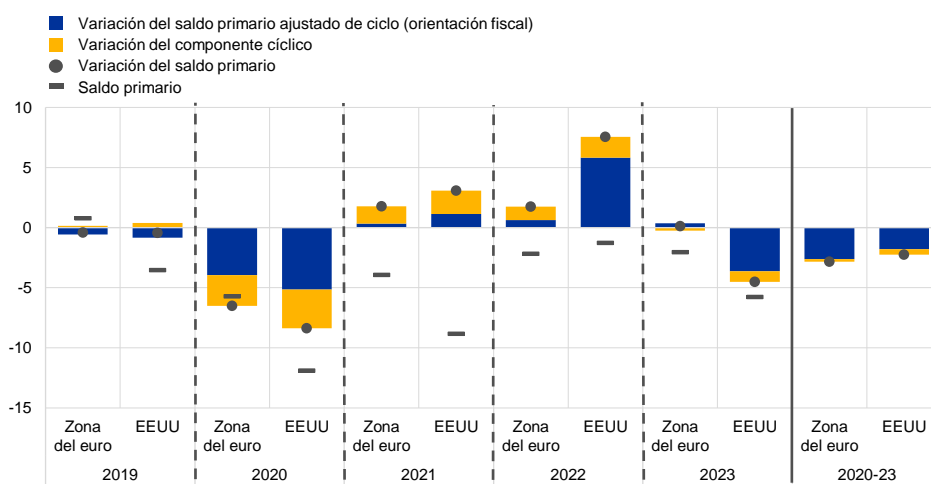
<sup>10</sup> Las medidas discrecionales de estímulo siguieron vigentes en la zona del euro en 2021, en particular las relacionadas con el consumo público (incluido el gasto sanitario) y las subvenciones (programas de mantenimiento del empleo y otras ayudas a las empresas). Factores no discrecionales con un impacto significativo, principalmente los ingresos extraordinarios, contribuyeron al endurecimiento de la orientación fiscal que se muestra en el gráfico E.

<sup>11</sup> Según las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2024, los déficits primarios acumulados en 2020-2023 fueron del 28 % del PIB en Estados Unidos, frente al 14 % del PIB en la zona del euro. Durante ese período, la ratio de deuda pública en relación con el PIB aumentó 14 puntos porcentuales en Estados Unidos (hasta el 122,1 % en 2023), frente a 5 puntos porcentuales en la zona del euro (hasta el 88,6 % en 2023). Los datos correspondientes a 2023 aún son preliminares y pueden ser objeto de revisiones.

## Gráfico E

### Impulso fiscal —contribuciones de la orientación fiscal y de las condiciones cíclicas— y saldos primarios totales

(puntos porcentuales del PIB, porcentajes del PIB)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2024.

Notas: La orientación fiscal es una aproximación de la respuesta discrecional de la política fiscal. El impulso fiscal (variación del saldo primario) incluye también los estabilizadores automáticos (variación del componente cíclico). Las variaciones negativas (positivas) indican una relajación (endurecimiento) de la política fiscal. El último panel muestra las variaciones acumuladas en el período 2020-2023. El saldo primario se expresa en porcentaje del PIB. El resultado para 2023 es preliminar y puede ser objeto de revisiones.

### Por lo que se refiere a la política monetaria, se dispone de evidencia dispar de su impacto relativo en las dos regiones.

En ambas áreas se produjo un endurecimiento prácticamente similar de la política monetaria y una fuerte transmisión a los tipos de interés de los préstamos al sector privado. Sin embargo, el efecto en los distintos componentes del gasto fue heterogéneo<sup>12</sup>. La transmisión de las modificaciones de la política monetaria está sujeta a altos niveles de incertidumbre<sup>13</sup> y depende, en gran medida, de las estructuras financieras existentes como, por ejemplo, una proporción más baja de hipotecas a tipo de interés fijo y de deuda de las empresas, unos efectos riqueza menos pronunciados<sup>14</sup>, así como una mayor dependencia del sistema bancario, en la zona del euro que en Estados Unidos. Por ejemplo, existe cierta evidencia de que la transmisión a la inversión empresarial fue más intensa en la zona del euro, mientras que el efecto sobre la inversión residencial fue mayor en Estados Unidos<sup>15</sup>. Además, las perturbaciones de política monetaria en este último país suelen tener un impacto adverso significativo en las condiciones financieras y en la actividad real de la zona

<sup>12</sup> Véase «[The analytics of the monetary policy tightening cycle](#)», discurso pronunciado por Philip R. Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Stanford, 2 de mayo de 2024.

<sup>13</sup> Véase «[The transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado por Philip R. Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Nueva York, 11 de octubre de 2022.

<sup>14</sup> Los datos de las cuentas sectoriales muestran una proporción mayor de riqueza financiera y una propensión más elevada a consumir dicha riqueza en Estados Unidos que en la zona del euro. Véase también el recuadro titulado «[El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «[La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.



del euro, mientras que las perturbaciones de política monetaria en la zona del euro no afectan de la misma manera a Estados Unidos<sup>16</sup>.

**De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas más recientes del Eurosistema apuntan a una disminución del diferencial de crecimiento entre la zona del euro y Estados Unidos en los dos próximos años.** A diferencia del país norteamericano, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se acelere como consecuencia de una mayor fortaleza relativa del consumo<sup>17</sup>. Asimismo, se prevé una reducción de la brecha de crecimiento de la productividad, con una recuperación más pronunciada de esta en la zona del euro, debido, en parte, a cierta corrección cíclica del atesoramiento de empleo.

---

<sup>16</sup> Véase M. Ca' Zorzi *et al.*, «[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)», *International Journal of Central Banking*, junio de 2023.

<sup>17</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

## **Earnings calls: ¿qué podemos aprender del sentimiento de las empresas y de su percepción de riesgos?**

**Malin Andersson, Juliette Guillotin y Pedro Neves**

**En este recuadro se evalúan los riesgos percibidos y el sentimiento a partir de evidencia procedente de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas<sup>1</sup>.** Mediante el análisis textual de las presentaciones de resultados realizadas por grandes empresas de la zona del euro, en este recuadro se obtienen indicadores oportunos de la percepción que tienen las empresas sobre riesgos específicos, así como índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta. Este análisis es especialmente informativo para conocer cómo perciben las empresas las repercusiones de perturbaciones globales graves.

**En las búsquedas textuales, se establece una relación entre las palabras de un grupo de sinónimos y las transcripciones de *earnings calls*, lo que permite elaborar índices de riesgo y de sentimiento con frecuencia trimestral<sup>2</sup>.** Más concretamente, los riesgos seleccionados están relacionados con la pandemia de COVID-19, la geopolítica, la inflación, la política monetaria, las condiciones financieras y las restricciones de oferta. El índice de riesgo agregado de la zona del euro resultante muestra una correlación elevada con el indicador de incertidumbre económica elaborado por la Comisión Europea (en las encuestas de opinión que realiza mensualmente a empresas y a consumidores), mientras que los índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta están correlacionados, respectivamente, con la evolución de la demanda y de los bienes de equipo como factores que pueden limitar la producción (en sus encuestas de opinión trimestrales)<sup>3</sup>.

**Según los *earnings calls*, la percepción de riesgos de las empresas sigue siendo mayor en la zona del euro que en otros países.** La zona del euro ha

<sup>1</sup> Las *earnings calls* son teleconferencias (que suelen realizarse una vez al trimestre) entre el consejo de administración de una empresa cotizada, los inversores, los analistas y los medios de comunicación en las que se analizan los resultados financieros de la empresa. Los resultados del análisis correspondiente al primer trimestre de 2024 abarcan un total de 6.072 empresas, 563 de las cuales tienen su sede en la zona del euro. Puede consultarse más información en el [sitio web de NL Analytics](#). Véanse también el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», *Boletín Económico*, número 4, 2023, y T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler y A. Tahoun, «*Sources and Transmission of Country Risk*», *NBER Working Paper*, n.º 29526, noviembre de 2021.

<sup>2</sup> El índice de riesgo muestra el número de frases en las que se menciona una palabra de un grupo específico de términos junto con palabras clave como «riesgo» o conceptos similares, y se expresa en porcentaje del número total de frases donde aparece «riesgo». El índice de sentimiento refleja el número neto de frases en las que el tema elegido implica noticias positivas frente a negativas, en porcentaje del total de las frases, y se calcula tanto para las condiciones de demanda como para las de oferta.

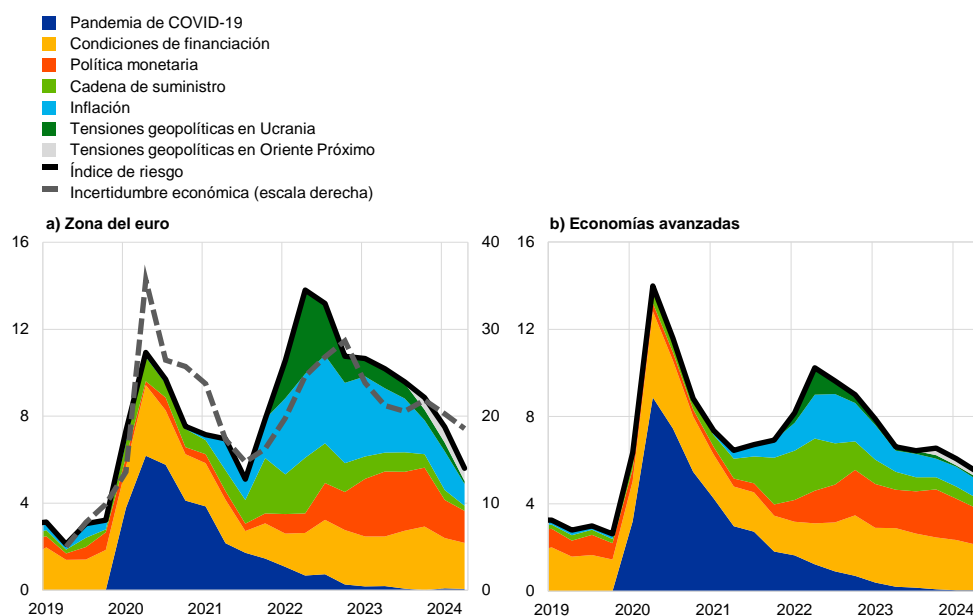
<sup>3</sup> A pesar de esta correlación, «incertidumbre» no es lo mismo que «riesgo» en el sentido de que la primera surge cuando la información necesaria para prever y predecir evoluciones es insuficiente o no está disponible. En cambio, el riesgo se asocia a una probabilidad económica de que se produzca un fenómeno económico concreto. El riesgo puede considerarse un resultado de la incertidumbre, es decir, todos los riesgos conllevan incertidumbre, mientras que no todas las situaciones de incertidumbre se consideran de riesgo; véanse K. F. Park y Z. Shapira, «Risk and Uncertainty», en M. Augier y D. J. Teece (eds.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017, y el recuadro titulado «*El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

estado especialmente expuesta a las grandes perturbaciones que han afectado a la economía mundial en los últimos años y ha sufrido las fuertes repercusiones económicas asociadas. La percepción de riesgos agregada de las empresas de mayor tamaño —que se refleja en los índices de riesgo obtenidos a partir de los *earnings calls*— repuntó simultáneamente en la zona del euro y en otras economías avanzadas en el momento en el que se produjo la primera ola de la pandemia y la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia. Sin embargo, salvo en el punto álgido de la pandemia, se percibía que los riesgos eran más relevantes en la zona del euro que en el resto del mundo (gráfico A). Por ejemplo, la pandemia provocó cuellos de botella en la oferta sin precedentes en la industria manufacturera de la zona, y la invasión rusa de Ucrania impulsó el aumento de los precios de las materias primas y la inflación general. También se percibía que los riesgos asociados al endurecimiento de la política monetaria a lo largo de 2022 eran mayores en la zona del euro. En la primera mitad de 2024, el índice de riesgo se situó muy por encima del nivel de 2019, aunque continuaba por debajo de los máximos registrados anteriormente (gráfico A). En la actualidad, las empresas de la zona del euro consideran que los riesgos asociados a la inflación y a la política monetaria son elevados, pero están disminuyendo. Asimismo, perciben que los riesgos relacionados con la oferta y con la guerra de Rusia contra Ucrania se han reducido, pero siguen estando presentes. Por el momento, los riesgos que se derivan de las tensiones en Oriente Próximo se perciben como marginales. Las condiciones de financiación (distintas de la política monetaria) parecen ser un riesgo constante en las empresas que, por tanto, también era evidente antes de la pandemia, si bien actualmente es algo mayor.

## Gráfico A

### Índices de riesgo: percepción de las empresas sobre algunos riesgos macroeconómicos importantes

(porcentaje de todas las frases donde aparece «riesgo»; saldos netos)



Fuentes: NL Analytics, Comisión Europea (DG ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: El riesgo refleja la frecuencia con la que aparecen, en los *earnings calls* de las empresas, palabras como «riesgo» o similares, junto con sinónimos de *pandemia de COVID-19* (coronavirus, COVID-19, riesgo de COVID-19, crisis de COVID); *condiciones de financiación* (financiero/a Y [crisis O inestabilidad O volatilidad], impago, quiebra\*, soberano/a, deuda, liquidez, préstamo, prestar\*, coste de los fondos\*, coste de financiación\*, capacidad crediticia, disponibilidad de crédito, condiciones de financiación, endeudamiento\*); *política monetaria* (tipo de interés\*, monetario/a, Reserva Federal, Fed, Banco Central Europeo, BCE, FOMC, Banco de China, banco central, autoridad monetaria); *cadena de suministro* (cadena de suministro, cuello de botella en la cadena de suministro, cuello de botella, interrupción en el suministro, escasez de oferta, cuello de botella en la oferta, perturbación de oferta, restricción de oferta, problemas de suministro, riesgo de la cadena de suministro); *inflación* (inflación); *tensiones geopolíticas en Ucrania* ([Ucrania\* O Rusia\*] Y [guerra O invasión O conflicto O geopoliti\* O violencia O crisis O militar O tensión\*], Rusia\* Y gas); *tensiones geopolíticas en Oriente Próximo* (Gaza, Israel, Hamás, Palestina, palestinos, israelí, liban\*, hutí\*, Irán, Yemen, Oriente Próximo Y [conflicto O guerra O violencia O tensión\* O crisis O invasión O militar O geopoliti\*], mar Rojo, canal de Suez). Las empresas de la zona del euro constituyen alrededor del 8 % de toda la muestra. Entre otras economías avanzadas, las empresas estadounidenses representan el 61 % de la muestra, las del Reino Unido el 3 % y las de otras economías avanzadas el 15 % (incluyen Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suiza y Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para los *earnings calls* (presentaciones de resultados realizadas hasta el 31 de mayo) y a mayo para el índice de incertidumbre.

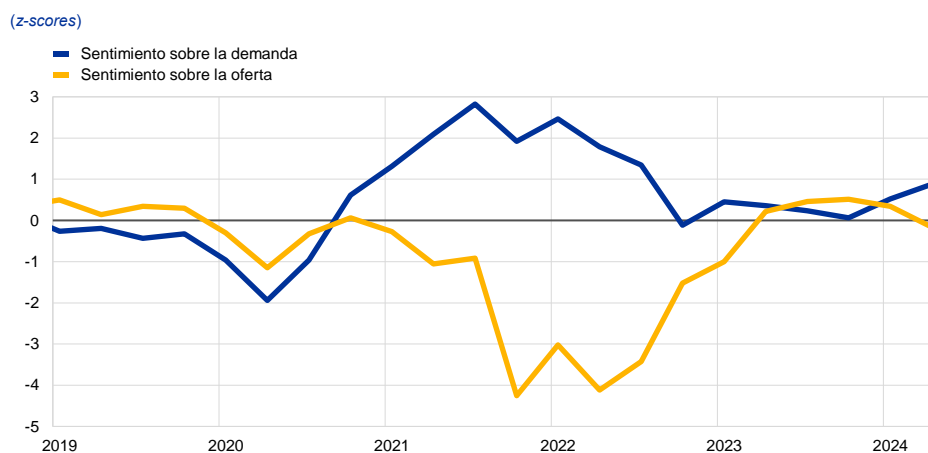
### Las transcripciones de las presentaciones de resultados también pueden utilizarse para obtener índices de sentimiento empresarial.

Estos índices proporcionan una previsión de muy corto plazo (*nowcast*) combinada con una visión a corto plazo del ciclo económico de la zona del euro, ya que los directivos suelen expresar no solo su visión sobre las perspectivas de la empresa, sino también su valoración del ciclo económico y sus perspectivas a nivel tanto sectorial como macroeconómico. En consecuencia, los índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta ayudan a detectar de manera temprana cambios en el ciclo económico de la zona del euro. Este método proporciona un enfoque complementario —además de transmitir un mensaje coherente— con respecto a otras formas de identificar perturbaciones de oferta y de demanda que influyen en el PIB, como las basadas en modelos estructurales de vectores autorregresivos<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Véanse el recuadro 3 del artículo titulado «The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area», *Boletín Económico*, número 4, 2023, y F. U. Ruch y T. Taskin, «Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 2, abril de 2024.

**El sentimiento sobre la demanda y el correspondiente a la oferta se han normalizado en general (gráfico B).** Las condiciones de demanda en la zona del euro —como ilustra un índice de sentimiento sobre la demanda basado en los *earnings calls*— retornaron a su media histórica en 2023. El sentimiento sobre la demanda fue particularmente positivo en 2021 y en 2022 con la reapertura de la economía tras la pandemia. En la segunda mitad de 2022 comenzó a empeorar y se deterioró algo más a lo largo de 2023, en consonancia con un crecimiento del PIB real próximo a cero. Hasta ahora, en el primer semestre de 2024 este sentimiento ha mejorado de nuevo, lo que es coherente con el repunte de la actividad observado en el primer trimestre del año. Por lo que respecta a la oferta, el índice de sentimiento registró un descenso significativo en 2021 y 2022, debido a la aparición de graves cuellos de botella en la oferta y disrupciones en las cadenas de suministro en un contexto de mayor demanda asociada a la reapertura de la economía. A principios de 2023 aumentó significativamente y superó su media histórica al final del año, coincidiendo con la resolución de los mencionados cuellos de botella. En la primera mitad de 2024, el índice se ha reducido levemente, pero se ha mantenido en niveles cercanos a su media histórica, lo que sugiere que las tensiones en Oriente Próximo no han afectado de forma considerable a la percepción que tienen las empresas de las condiciones de oferta. Esta evolución coincide con los resultados de las encuestas de opinión elaboradas por la Comisión Europea correspondientes al segundo trimestre de 2024, que muestran un ligero aumento de la percepción de los bienes de equipo como factor limitador de la producción y la percepción de que la demanda respalda, en general, la producción.

**Gráfico B**  
Índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta de la zona del euro



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El sentimiento neto refleja la frecuencia con la que aparecen, en los *earnings calls* de las empresas, las palabras relativas a *demanda* (demanda) y *oferta* (cadena de suministro, cuello de botella en la cadena de suministro, cuello de botella, disrupción en el suministro, escasez de oferta, cuello de botella en la oferta, perturbación de oferta, restricción de oferta, problemas de suministro, riesgo de la cadena de suministro). El *z-score* se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 (presentaciones de resultados realizadas hasta el 31 de mayo).

### 3 Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales

Vasco Botelho

**El indicador de atesoramiento de empleo (*labour hoarding*) del BCE mide el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla pese al empeoramiento de sus perspectivas específicas.** Este indicador se elabora por primera vez utilizando la encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro. El indicador de atesoramiento de empleo puede descomponerse en dos márgenes: un «margen de actividad», que refleja el porcentaje de empresas cuyas perspectivas específicas se han deteriorado, y un «margen de empleo», que indica el porcentaje de empresas que no han reducido su personal a pesar de señalar un empeoramiento de sus perspectivas. El margen de actividad muestra en qué medida las perturbaciones adversas afectan a las perspectivas de las empresas de la zona del euro, mientras que el margen de empleo refleja la capacidad de estas para mantener su plantilla cuando se enfrentan a una perturbación adversa<sup>1</sup>.

**En el primer trimestre de 2024, el porcentaje de empresas que mantuvieron su plantilla permaneció por encima de los niveles anteriores a la pandemia (gráfico A)<sup>2</sup>.** El indicador de atesoramiento de empleo se situó en el 22,2 % en el primer trimestre de 2024, un nivel relativamente elevado si se compara con la media previa a la pandemia del 12,7 % (correspondiente al período comprendido entre el tercer trimestre de 2014 y el mismo trimestre de 2019). Este indicador muestra que las perspectivas económicas propias de un porcentaje significativo de empresas (30,2 %) habían empeorado en los seis meses anteriores. De estas empresas, el 73,5 % evitó recortes de personal durante ese período. La capacidad de las empresas para retener a sus trabajadores disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2024, desde el 76,1 % del tercer trimestre de 2023, pero se mantuvo en torno al nivel medio registrado antes de la pandemia. Por tanto, el margen de actividad creció de forma considerable con respecto al período previo a la pandemia, mientras que el margen de empleo permaneció prácticamente sin cambios.

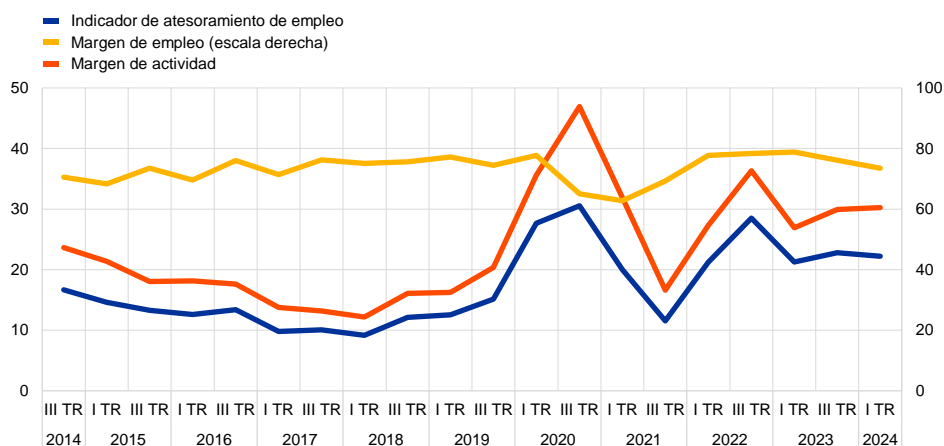
<sup>1</sup> Las perspectivas específicas de cada empresa se analizan en la respuesta a la pregunta «Considerando cada uno de los siguientes factores, ¿diría que [las experiencias y opiniones de su empresa] han mejorado, no han variado o han empeorado durante los seis meses anteriores?» y sobre la base del factor «Perspectivas específicas de su empresa con respecto a sus ventas y rentabilidad o plan de negocio». La pregunta es de tipo cualitativo. Por tanto, podría implicar que las perspectivas de la empresa han seguido siendo favorables.

<sup>2</sup> Complementando el aumento de la retención de empleo, la evolución del empleo se ha visto respaldada por el descenso de los salarios reales. Este factor se analiza con más detalle en el recuadro titulado «[Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos](#)» en este Boletín Económico.

## Gráfico A

### Indicador de atesoramiento de empleo

(porcentaje de empresas, porcentajes)



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

Notas: El indicador de atesoramiento de empleo es el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla cuando sus perspectivas específicas han empeorado. El margen de actividad refleja el porcentaje de empresas cuyas perspectivas específicas se han deteriorado en el período de seis meses anterior, mientras que el margen de empleo se refiere al porcentaje de empresas que no han recortado personal de entre todas las que señalaron un deterioro de sus perspectivas durante el mismo período. Las ediciones de la encuesta del primer trimestre abarcan de octubre a marzo, y las del tercer trimestre de abril a septiembre.

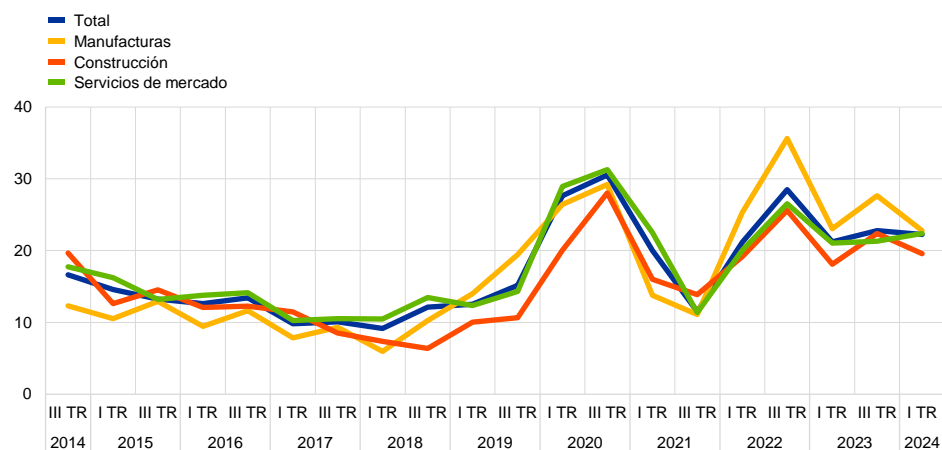
### El indicador de atesoramiento de empleo se ha incrementado en general desde los niveles observados antes de la irrupción de la pandemia, sobre todo en el sector manufacturero (gráfico B).

En el primer trimestre de 2024, este indicador se situó en el 22,8 % en las manufacturas, en el 19,6 % en la construcción y en el 22,4 % en los servicios de mercado. El atesoramiento de empleo se mantuvo en un nivel considerablemente elevado en todos los sectores en comparación con el período anterior a la pandemia, en el que se registraron niveles medios del 11,2 %, el 11,4 % y el 13,3 % en esos tres sectores, respectivamente. Más recientemente, tras la escalada de los precios de la energía, el aumento de la retención de empleo fue más acusado en las manufacturas, donde alcanzó un máximo del 35,6 % en el tercer trimestre de 2022. Las empresas de otros sectores también optaron por mantener su plantilla en respuesta al deterioro de sus condiciones de negocio; así pues, el 25,6 % de las constructoras y el 26,5 % de las que prestan servicios de mercado indicaron que no habían reducido su personal tras un empeoramiento de sus propias perspectivas económicas.

## Gráfico B

### Indicador de atesoramiento de empleo en distintos sectores

(porcentaje de empresas, porcentajes)



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

Notas: El indicador de atesoramiento de empleo sectorial es el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla cuando sus perspectivas específicas han empeorado de entre todas las empresas que operan en un sector de actividad económica determinado.

### Los márgenes empresariales se incrementaron sustancialmente con la recuperación tras la pandemia y, en 2022, alcanzaron los niveles más altos de la última década (gráfico C)<sup>3</sup>.

Los márgenes empresariales (antes de impuestos) aumentaron desde una media del 4,3 % de los ingresos de explotación en el período 2014-2019 hasta situarse alrededor del 5,8 % en 2022. A nivel de empresa, se observó un incremento similar en las empresas media y mediana. En el caso de la empresa media, los márgenes aumentaron desde el 3,8 % en 2014-2019 hasta el 5,3 % en 2022, mientras que en la mediana pasaron del 2,8 % al 3,9 %.

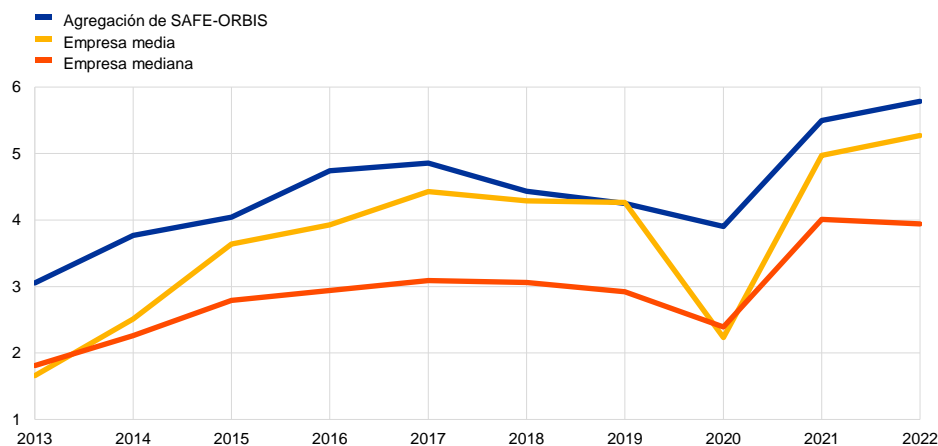
<sup>3</sup> Para este recuadro se complementó la información obtenida de la SAFE con información extraída de ORBIS sobre el balance de las empresas correspondiente al ejercicio anterior. Los márgenes empresariales se definen como la ratio entre los beneficios de una empresa antes de impuestos y sus ingresos de explotación. El crecimiento de los márgenes en 2021-2022 en el conjunto de datos de SAFE-ORBIS es coherente, aunque no directamente comparable, con el incremento de los beneficios unitarios registrado a nivel macroeconómico. Se produce un desfase temporal antes de que los registros de los balances estén disponibles en ORBIS, y el último año disponible para los márgenes de SAFE-ORBIS en el análisis efectuado es 2022.



## Gráfico C

### Márgenes empresariales a lo largo del tiempo

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y ORBIS de Moody's.

Notas: El margen agregado de SAFE-ORBIS se calcula sumando los beneficios antes de impuestos y los ingresos de todas las empresas en cada ejercicio de los balances de ORBIS antes de calcular la ratio del margen empresarial. Se produce un desfase temporal antes de que los registros de los balances estén disponibles en ORBIS, y el último año disponible para los márgenes en el análisis efectuado es 2022.

### Se estima que el aumento de los márgenes empresariales ha mejorado la capacidad de las empresas para mantener su plantilla en caso de producirse una perturbación adversa que afecte a sus perspectivas económicas (gráfico D).

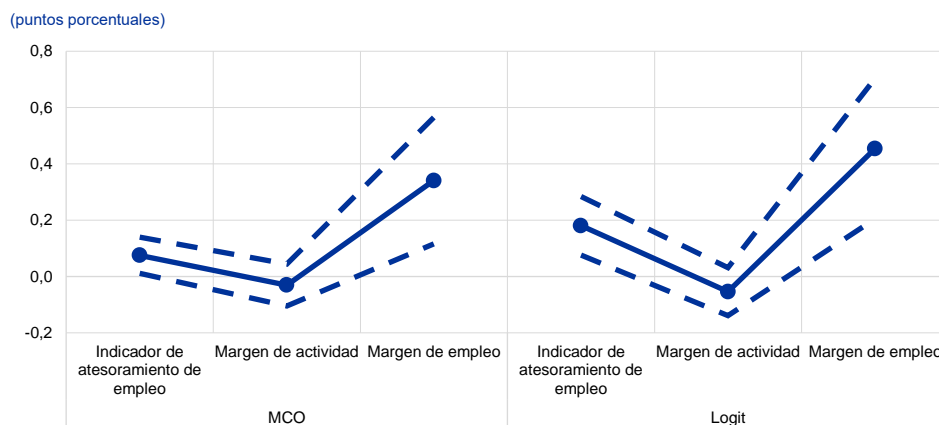
Para estimar la relación entre los márgenes empresariales y el atesoramiento de empleo se realizan regresiones a nivel de empresa<sup>4</sup>. Según las estimaciones, si el margen empresarial de una compañía se incrementa en 1 punto porcentual, el porcentaje de empresas que retienen mano de obra en respuesta a un empeoramiento de las perspectivas aumenta en unos 0,2 puntos porcentuales. Este aumento se debe al margen de empleo, que se calcula que crece 0,4 puntos porcentuales aproximadamente, mientras que el margen de actividad, en general, no se vería afectado por el incremento del margen empresarial<sup>5</sup>. Esto implica que el crecimiento de los márgenes empresariales ayudó a las empresas a evitar recortes de personal tras sufrir perturbaciones que empeoraron sus perspectivas económicas después de la pandemia.

<sup>4</sup> Estas regresiones incluyen efectos fijos de empresa para tener en cuenta las características no observables de las empresas, así como efectos fijos de tiempo que reflejan las variaciones en el ciclo económico y en la composición cambiante de la muestra de empresas encuestadas en cada edición de la SAFE.

<sup>5</sup> Es importante destacar que la decisión de las empresas de retener mano de obra es racional y coherente con los objetivos de maximización de beneficios a largo plazo. Las empresas que maximizan los beneficios optan por no reducir su personal cuando los costes de los despidos, de las nuevas contrataciones y de formación son superiores a los costes de mantener su plantilla.

## Gráfico D

### Impacto en el atesoramiento de empleo de un incremento del margen empresarial de 1 punto porcentual



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y ORBIS de Moody's.

Notas: El impacto de la variación del margen empresarial se estima utilizando métodos de datos de panel mediante la regresión del indicador de atesoramiento de empleo de la empresa sobre: i) su margen empresarial correspondiente al ejercicio contable anterior, ii) un efecto de tiempo para reflejar los cambios en el ciclo económico y iii) efectos fijos de empresa. En el modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) se emplean ponderaciones de empresas variables en el tiempo. En el modelo *logit* se utilizan ponderaciones fijas a nivel de empresa.

**El aumento de los márgenes empresariales tuvo un impacto sobre el atesoramiento de empleo que fue generalizado en todos los sectores, pero más intenso en la construcción.** El efecto estimado de un aumento del margen empresarial sobre el indicador de atesoramiento de empleo se sitúa en 0,1 puntos porcentuales en la industria, 0,5 puntos porcentuales en la construcción y 0,2 puntos porcentuales en los servicios de mercado. Si bien los cambios generales observados en dicho indicador estuvieron impulsados en todos los sectores principalmente por perturbaciones externas que empeoraron las perspectivas económicas de las empresas, los altos márgenes empresariales observados siguieron siendo un factor importante que contribuyó a que las empresas continuaran teniendo una capacidad elevada para mantener su plantilla.

**Una reducción de los márgenes empresariales puede tener implicaciones para el crecimiento del empleo en los próximos meses<sup>6</sup>.** Los elevados márgenes de 2021-2022 están empezando a normalizarse hacia sus niveles previos a la pandemia. En consecuencia, su disminución será probablemente un factor que reduzca la capacidad de las empresas para mantener su plantilla. En adelante, se espera que los márgenes respalden el crecimiento del empleo menos que en el pasado.

<sup>6</sup> La evolución reciente del atesoramiento de empleo ha tenido también un impacto sobre la productividad del trabajo, como se analiza en O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, 6 de mayo de 2024.

## Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos

Agostino Consolo y Claudia Foroni

**El ajuste de los salarios reales ha sido fundamental para respaldar el crecimiento del empleo después de la pandemia en la zona del euro.** En este recuadro se analiza la dinámica del empleo tras el final de la pandemia, centrandolo en el período transcurrido desde principios de 2022. El fuerte avance del empleo con respecto a la actividad económica ha sido notable en un entorno económico caracterizado por unos precios de la energía muy elevados. El mecanismo de ajuste fue diferente del observado tras la crisis energética de la década de 1970, cuando los salarios reales aumentaron sustancialmente y superaron el crecimiento de la productividad. En cambio, desde principios de 2022, esos salarios han caído en mayor medida que la productividad, lo que ha proporcionado a las empresas flexibilidad para ajustar sus márgenes y, de este modo, ha contribuido a sostener la creación de empleo en un contexto de escasez de mano de obra cualificada. El análisis empírico que se presenta a continuación arroja luz sobre los principales factores determinantes de la reciente expansión del empleo.

**Desde el final de la pandemia, la dinámica del empleo en la zona del euro ha sido significativamente más vigorosa que la actividad económica (panel a del gráfico A)**<sup>1</sup>. Desde el primer trimestre de 2022, el empleo ha registrado un avance excepcionalmente intenso desde una perspectiva histórica. Una forma de analizar esta dinámica es desde la óptica de la relación entre el crecimiento del empleo y el crecimiento económico de la «ley de Okun»<sup>2</sup>. Según estimaciones empíricas de esta relación para la zona del euro, cabría esperar que el empleo creciera a una tasa equivalente, aproximadamente, a la mitad de la registrada por el PIB real tanto en el corto como en el largo plazo<sup>3</sup> (las estimaciones simples de las elasticidades de Okun oscilan entre 0,2 y 0,5). En cambio, el empleo ha experimentado un fuerte ajuste desde el primer trimestre de 2022 y recientemente ha crecido por encima del PIB real. Esta evolución no puede atribuirse únicamente a la recuperación tras la pandemia, dado que el realineamiento ya se había producido hacia finales de 2021.

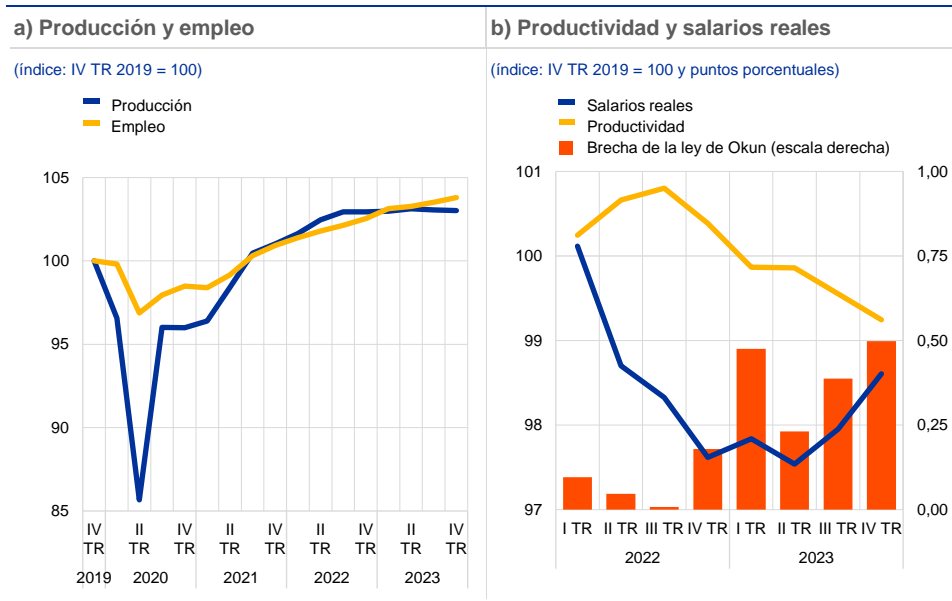
<sup>1</sup> Para una descripción detallada del mercado de trabajo de la zona del euro que complementa los resultados presentados en este recuadro, véanse el recuadro titulado «[La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023; O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva y M. Mohr, «[More jobs but fewer working hours](#)», *The ECB Blog*, 7 de junio de 2023, y el recuadro titulado «[El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022.

<sup>2</sup> Para un análisis, véase L. Ball, D. Leigh y P. Loungani, «Okun's Law: Fit at 50?», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, número 7, 2017, pp. 1413-1441.

<sup>3</sup> Véase R. Anderton, T. Arank, B. Bonthuis y V. Jarvis, «Disaggregating Okun's law», *Working Paper Series*, n.º 1747, BCE, Frankfurt, diciembre de 2014.

## Gráfico A

### Ley de Okun, productividad y salarios reales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b se muestran los salarios reales deflactados por el deflactor del consumo privado. Si se utiliza el deflactor del PIB, la brecha entre la productividad y los salarios reales sigue siendo positiva, pero menor cuantitativamente, y se cierra en el cuarto trimestre de 2023. La productividad se mide como la producción por trabajador. Las barras de color rojo representan las desviaciones (en puntos porcentuales) de la ley de Okun. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**La creación de empleo se ha visto respaldada por una caída de los salarios reales mayor que la registrada por la productividad.** A diferencia de la evolución observada en la década de 1970, los salarios reales experimentaron un ajuste más acusado que la productividad del trabajo tras la crisis energética de 2022, favoreciendo así la creación de empleo (panel b del gráfico A). La brecha abierta entre el crecimiento de los salarios reales y el de la productividad impulsó el avance del empleo por encima de la tasa consistente con su relación histórica con el PIB, en línea con lo que cabría esperar de una elevada brecha positiva según la ley de Okun. Este ajuste de los salarios reales no solo explica la creación de empleo, sino que también puede limitar la destrucción de puestos de trabajo al incrementar el valor de las relaciones existentes entre las empresas y sus trabajadores (fomentando así el atesoramiento de empleo —*labour hoarding* en inglés—) en períodos de elevada rentabilidad empresarial y de escasez de mano de obra cualificada en el mercado laboral<sup>4</sup>.

**Desde la óptica de un modelo empírico de la ley de Okun, se constata que las fluctuaciones de la demanda y los ajustes de los salarios reales tras la crisis energética han contribuido a desvincular el crecimiento del empleo de la dinámica de la producción.** Se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que incluye una perturbación de demanda agregada y tres de oferta agregada (una perturbación tecnológica neutral, otra relacionada con la sustitución de factores y una específica del mercado de trabajo) para explicar los principales determinantes de las

<sup>4</sup> Con respecto al papel de la rentabilidad, véase el recuadro titulado «Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales» en este Boletín Económico.

fluctuaciones del empleo<sup>5</sup>. La perturbación tecnológica neutral puede considerarse como una caída de la productividad total de los factores que genera una contracción proporcional de la utilización del capital y el trabajo, y suele comprender también otros *shocks*, como cuellos de botella en las cadenas globales de suministro<sup>6</sup>. La perturbación de sustitución de factores, por su parte, refleja la sustitución directa entre el trabajo y otros factores de producción, no necesariamente solo el capital. Ante un fuerte aumento de los precios de la energía y de los insumos intermedios, es lógico suponer que también intervienen efectos de reasignación y sustitución<sup>7</sup>. La relevancia cuantitativa de cada factor determinante se mide aplicando el modelo a los datos. El gráfico B muestra la descomposición histórica de la contribución de las cuatro perturbaciones al crecimiento de la producción y del empleo. Desde principios de 2022, la contribución de las perturbaciones tecnológicas neutrales (barras de color rojo) ha sido en gran medida negativa tanto para la producción como para el empleo, principalmente como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta mundial. La perturbación de sustitución de factores (barra de color verde) ha desempeñado un papel importante en la disminución de la producción y el aumento del empleo, lo que pone de relieve la posible importancia de la sustitución entre factores de producción. Ello refleja un cambio en el precio relativo de dichos factores, ya que el trabajo se abarató en comparación con la energía y el capital.

---

<sup>5</sup> El modelo BVAR diferencia los distintos determinantes potenciales del crecimiento de la producción y del empleo (véase A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo). Se estima a partir de datos trimestrales de empleo, PIB real, inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), salarios reales (deflactados por el deflactor del PIB) y tipos de interés nominales entre 1970 y 2023. La estrategia de identificación se aplica a través de restricciones de signo derivadas de modelos teóricos del mercado de trabajo (véanse M. Abbritti y A. Consolo, «Labour market skills, endogenous productivity and business cycles», *Working Paper Series*, n.º 2651, BCE, febrero de 2022, y C. Foroni, F. Furlanetto y A. Le Petit, «Labor supply factors and economic fluctuations», *International Economic Review*, 2018, vol. 59, pp. 1491-1510).

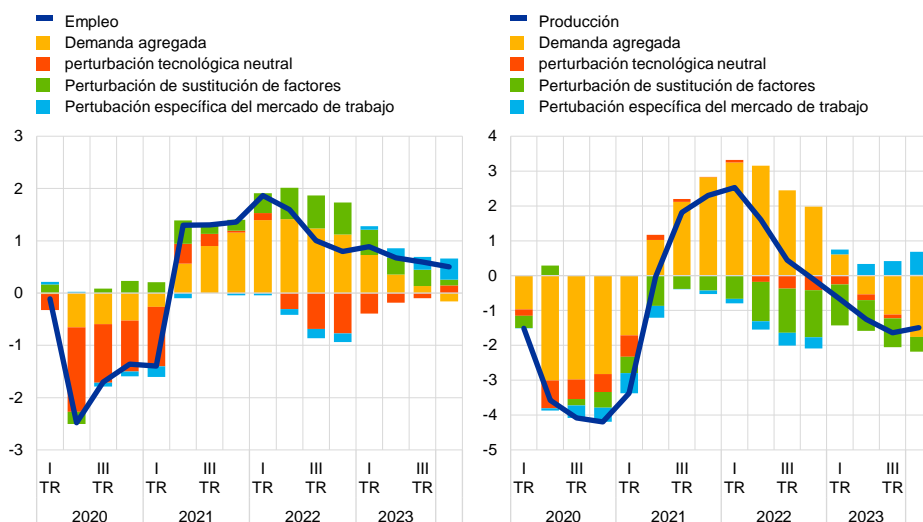
<sup>6</sup> Véase O. Blanchard y J. Galí, «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?», *Working Papers Series*, n.º 15467, NBER, 2010.

<sup>7</sup> La literatura se centra cada vez más en perturbaciones que generan una correlación negativa similar entre la producción y el empleo. Entre estas se encuentran las que en ocasiones se definen como perturbaciones de automatización (véase C. Foroni y F. Furlanetto, «Explaining deviation from Okun's law», *Working Paper Series*, n.º 2699, BCE, agosto de 2022) y las perturbaciones sectoriales que alteran la intensidad del capital en distintos sectores en el sentido descrito por D. Acemoglu y V. Guerrieri, «Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth», *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, pp. 467-498.

## Gráfico B

### Descomposición histórica del empleo y la producción

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo.

Notas: Las líneas representan las tasas de crecimiento interanual del empleo (panel de la izquierda) y de la producción (panel de la derecha) en términos de desviación con respecto a sus respectivos componentes determinísticos. Las barras muestran la contribución de cada perturbación en puntos porcentuales. En el texto principal se describe el significado económico de cada perturbación. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**La recuperación de la demanda respaldó el crecimiento del empleo y de la producción hasta principios de 2023.** Desde entonces, el debilitamiento de la demanda ha provocado que la actividad económica se ralentice en mayor medida que el crecimiento del empleo, lo que ha contribuido a la mayor desviación con respecto a la ley de Okun. Los factores de demanda —incluidas las políticas monetaria y fiscal— han propiciado la expansión del empleo, como reflejan las barras de color amarillo del gráfico B. Ejemplos de políticas fiscales favorables al empleo han sido el aumento del empleo público, así como los efectos indirectos de los programas de formación dual y de los créditos fiscales en algunos países de la zona del euro. Junto con los efectos sobre la demanda agregada de políticas energéticas focalizadas, las políticas fiscales han sostenido la demanda y el empleo, con un mayor impacto en el empleo que en la producción<sup>8</sup>. Sin embargo, los efectos del endurecimiento de la política monetaria se han traducido en una moderación considerable de la demanda, que ha hecho que el crecimiento del empleo se ralentice y la actividad económica se debilite. El modelo sugiere que la demanda redujo más rápidamente la actividad que el empleo. En 2022, el modelo solo atribuye efectos negativos limitados a factores específicos del mercado laboral (barras de color azul) derivados del descenso de la tasa de actividad y del mayor poder de negociación de los trabajadores<sup>9</sup>. Estos efectos retornaron, en parte, a los

<sup>8</sup> Véase el recuadro titulado «Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

<sup>9</sup> Una perturbación específica del mercado de trabajo abarca el nivel de poder de negociación de los trabajadores o factores determinantes de la oferta de trabajo. Se ha demostrado que estas perturbaciones originadas en el mercado laboral son relevantes en términos cuantitativos para explicar el empleo y los salarios (véase A. Consolo, C. Foroni y C. Martínez Hernández, «A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, pp. 1048-1082).

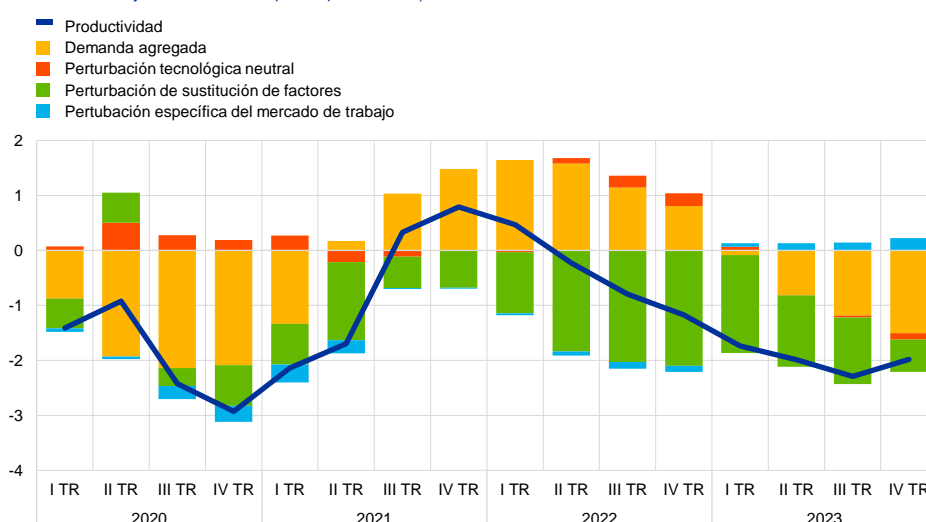
niveles previos en 2023, posiblemente como consecuencia de la falta de sistemas de indexación automática de los salarios y del hecho de que las expectativas de inflación estaban bien ancladas en 2022. A diferencia de crisis energéticas anteriores (como la vivida en la década de 1970), estos factores han conducido al ajuste del mercado de trabajo a través de los salarios reales en lugar de a través del aumento de la tasa de paro.

**Según el modelo analizado, gran parte de la reciente caída de la productividad se ha debido a factores cíclicos.** Tras registrar un repunte positivo después de la pandemia, la productividad se vio lastrada de forma significativa por la crisis energética, y la excepcional fortaleza del mercado de trabajo acentuó aún más su carácter cíclico. El modelo muestra que la resistencia del empleo, propiciada por la perturbación de sustitución de factores, ha intensificado la caída de la productividad del trabajo (gráfico C). Esta perturbación también ha reducido el coste de los salarios reales, amplificando con ello el impacto positivo sobre el empleo y el negativo sobre la productividad. Además, el ajuste de la productividad también está relacionado con factores de demanda (barras de color amarillo), cuya contribución ha pasado a ser más negativa recientemente, si bien se espera que desaparezca a largo plazo. La perturbación de sustitución de factores se está disipando, lo que refleja también las variaciones de los precios de la energía y de los tipos de interés reales, aunque otros factores de oferta, como la innovación y la digitalización, el envejecimiento de la población y otras tendencias estructurales, pueden tener efectos más persistentes en la dinámica de la productividad a largo plazo en la zona del euro.

### Gráfico C

#### Descomposición histórica de la productividad del trabajo

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo.

Notas: La productividad se mide como la producción por trabajador. Las líneas representan las tasas de crecimiento interanual de la productividad en términos de desviación con respecto al componente determinístico. Las barras muestran la contribución de cada perturbación en puntos porcentuales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**De cara al futuro, se espera que varios factores que están lastrando el crecimiento de la productividad pierdan fuerza.** Se prevé que los efectos de las

medidas de apoyo fiscal que han sostenido el empleo se disipen en los próximos trimestres. Los precios de la energía se están normalizando, lo que está reduciendo el efecto de sustitución de factores entre el trabajo, la energía y el capital. Además, conforme la tasa de inflación de la zona del euro desciende hacia el objetivo, es probable que el efecto restrictivo de la política monetaria sobre la demanda se normalice. Se espera que todos estos factores determinantes de la caída de la productividad se atenúen, contribuyendo así a cerrar la brecha entre el crecimiento de los salarios reales y el crecimiento de la productividad. Dado que las empresas tendrán menos incentivos para contratar trabajadores o retener plantilla, probablemente la relación entre el empleo y el PIB volverá a la normalidad, con el consiguiente ajuste cíclico del crecimiento de la productividad<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, mayo de 2024.



## 5 ¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?

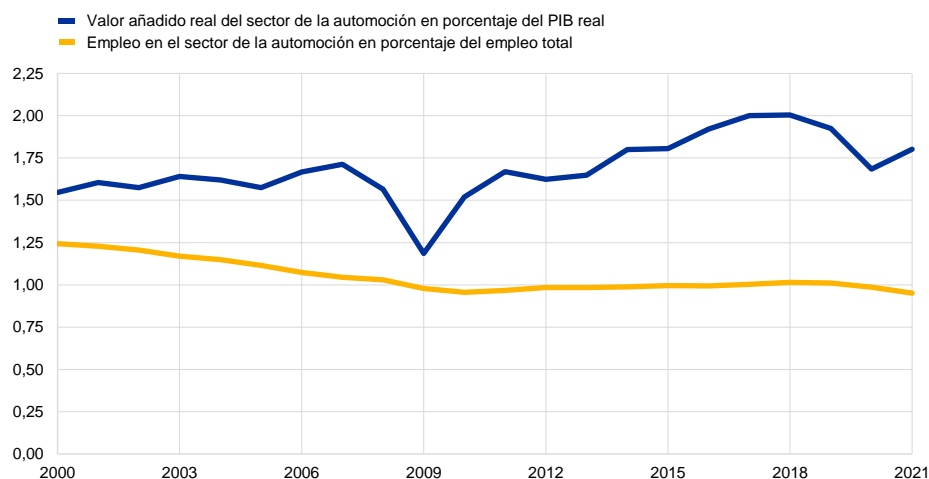
Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann y Pedro Neves

**El sector de la automoción contribuye significativamente al valor añadido de la economía de la zona del euro.** El peso de la industria del automóvil en el valor añadido real de las manufacturas asciende al 10 % y su participación en el PIB real es ligeramente inferior al 2 %. El sector automovilístico representa el 1 % del empleo total de la zona del euro y el 4 % de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona. Si se tienen en cuenta los vínculos intersectoriales, el valor añadido casi se duplica, lo que pone de manifiesto el alcance de este sector en la economía<sup>1</sup>. La evolución histórica de este sector en comparación con el PIB agregado muestra su resiliencia. Con la excepción de la crisis financiera global y el período más reciente, este sector creció más que el PIB agregado y alcanzó un máximo a principios de 2018. Además, su peso en el empleo total de la zona del euro se ha mantenido relativamente estable desde 2012 (gráfico A).

### Gráfico A

Tamaño del sector de la automoción de la zona del euro frente al total de la economía

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a 2021.

**Con todo, desde el máximo alcanzado a principios de 2018, el sector del automóvil de la zona del euro se ha enfrentado a retos importantes, dado que la producción y las exportaciones han disminuido significativamente y se mantienen por debajo de los niveles previos al COVID-19.** Los volúmenes de producción y las exportaciones reales han tenido dificultades para recuperarse y van

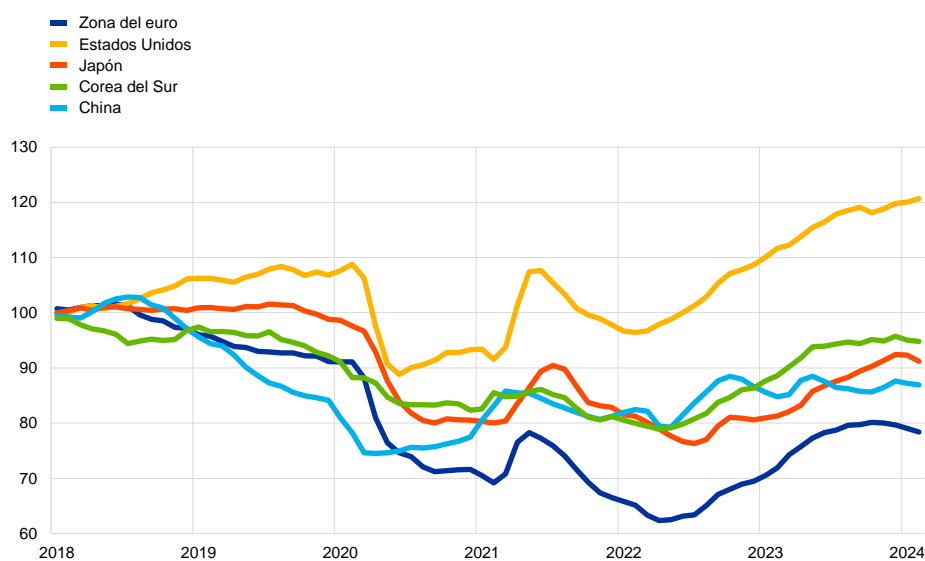
<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area» en este Boletín Económico.

rezagados en relación con los competidores internacionales, y han descendido un 10 % con respecto a antes de la pandemia y un 20 % en relación con los niveles máximos registrados a principios de 2018 (gráficos B y C). Sus competidores han obtenido resultados mucho mejores: el sector de la automoción en países como China, Japón, Estados Unidos y Corea ha registrado un comportamiento más sólido, y China se está perfilando como un importante exportador a la zona del euro.

### Gráfico B

#### Volúmenes de producción de automóviles entre los competidores globales

(media móvil de doce meses, diciembre de 2017 = 100)

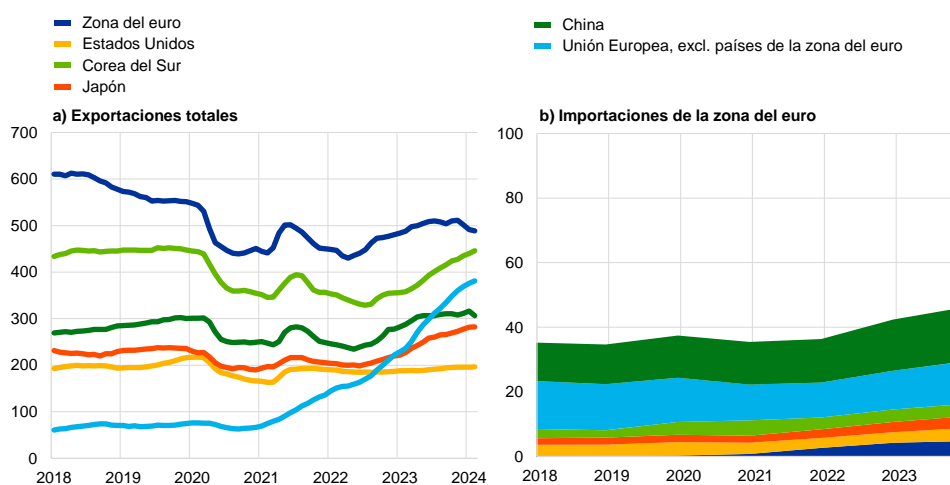


Fuentes: Eurostat, oficinas nacionales de estadística y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

### Gráfico C

#### Exportaciones reales y cuotas de importación de automóviles

(panel a: miles de automóviles, media móvil de doce meses; panel b: porcentaje de demanda interna de automóviles)



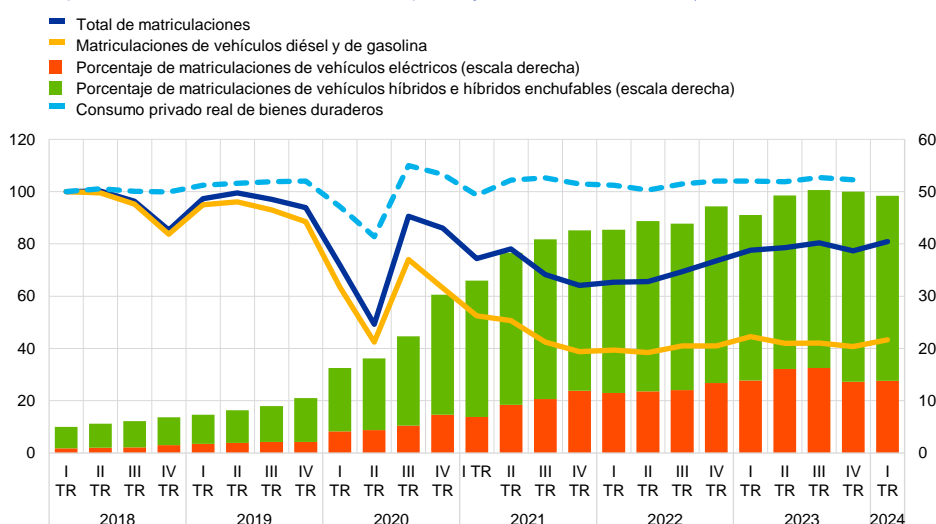
Fuentes: Trade Data Monitor, Eurostat, Oficina Estadística de la Unión Europea y cálculos del BCE.  
Notas: Las exportaciones reales se expresan en unidades de vehículos exportados. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 (y diciembre de 2023 para China) para el panel a y a 2023 para el panel b.

**Esta disminución de la actividad se debió a una caída de las ventas de automóviles con motor de combustión, que solo se vio compensada en parte por el aumento de la demanda de coches híbridos y eléctricos.** La regulación de los vehículos de motor en la UE se modificó a mediados de 2018 con la aplicación de estándares más rigurosos sobre emisiones de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) y pruebas de emisiones más estrictas, que desincentivaron la adquisición de coches de combustión. Las ventas de vehículos híbridos y eléctricos aumentaron de forma sostenida, pasando de representar una décima parte de las matriculaciones totales en 2018 a la mitad en 2023 (gráfico D). En el primer trimestre de 2024, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro se situaban en torno a un 20 % por debajo de las registradas a principios de 2018 (gráfico D). La significativa disparidad entre las matriculaciones y el consumo de bienes duraderos por parte de los hogares, que se mantiene relativamente estable, sugiere que estos pueden estar aplazando la compra de todo tipo de vehículos nuevos.

### Gráfico D

#### Matriculaciones de automóviles por tipo de vehículo

(escala izquierda: índice I TR 2018 = 100; escala derecha: porcentajes del total de matriculaciones)



Fuentes: Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 y, para el consumo de bienes duraderos, al cuarto trimestre de 2023.

**La demanda de vehículos de motor también se ha visto lastrada por las subidas de los precios provocadas por las disrupciones en las cadenas de suministro, el incremento de los costes energéticos y las condiciones de financiación restrictivas.** El plazo de entrega de componentes de automóviles aumentó durante la pandemia, en particular en la zona del euro, donde las cadenas de producción están muy integradas a escala mundial. Además, desde septiembre de 2021, los repuntes de los precios de la energía se han trasladado a los precios de producción y a los precios finales de los automóviles<sup>2</sup>. Por último, el alza de los tipos de interés derivada del endurecimiento de la política monetaria ha

<sup>2</sup> Véanse el recuadro titulado «Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022, y R. A. De Santis, «Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices», *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, pp. 193-236.

desincentivado el *leasing* y el crédito para la adquisición de automóviles, lo que ha reducido la demanda de coches tanto nacionales como extranjeros.

**Pese a estos desafíos, la zona del euro ha logrado defender en buena medida su posición en los mercados internacionales mediante una transición más rápida que sus competidores hacia los vehículos eléctricos y, en particular, hacia los híbridos. En estos segmentos las exportaciones han aumentado desde niveles reducidos hasta representar más de una tercera parte del total de unidades exportadas en la actualidad.** Si bien la zona del euro ha perdido cuota de mercado en los últimos años, en términos nominales, la disminución ha sido relativamente modesta (del 2,5 % desde 2017)<sup>3</sup>. Además, esas pérdidas solo afectaron al segmento del automóvil tradicional y se vieron compensadas en parte por las considerables ganancias registradas en los vehículos híbridos y eléctricos (gráfico E). Aunque China ha avanzado notablemente en el segmento de los vehículos eléctricos, hasta ahora estos avances se han materializado principalmente en vehículos pequeños y económicos. La zona del euro se ha mantenido como el segundo mayor productor de automóviles eléctricos e híbridos desde 2020 y 2022, respectivamente. Además, los fabricantes de la zona se han especializado históricamente en el segmento de gama alta del mercado, por lo que se han beneficiado de una demanda relativamente inelástica a los precios<sup>4</sup>. De hecho, estos fabricantes han seguido siendo muy rentables, y en 2022 y 2023 registraron sistemáticamente los márgenes de beneficio neto más elevados entre sus principales competidores internacionales, lo que demuestra la capacidad de resistencia del sector del automóvil de la zona del euro y su ventaja competitiva en el mercado mundial de la automoción.

---

<sup>3</sup> Véase I. Schnabel, «[The future of inflation \(forecast\) targeting](#)», discurso pronunciado en el International Research Forum on Monetary Policy, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (diapositiva 8), 17 de abril de 2024.

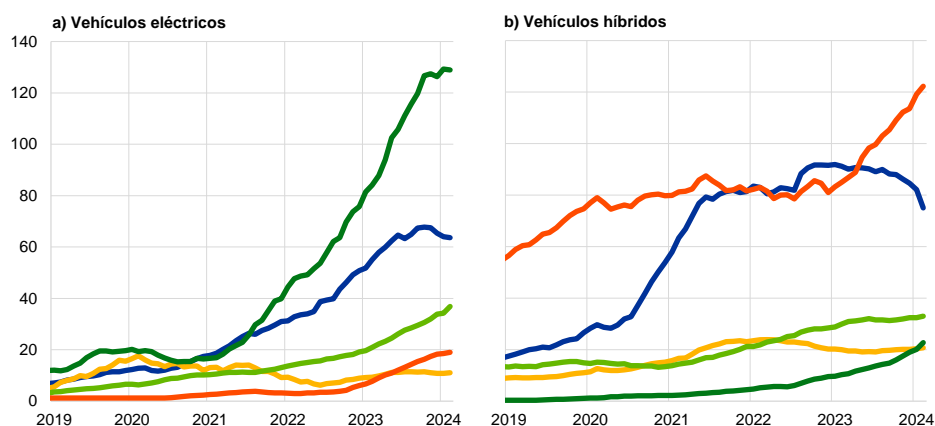
<sup>4</sup> Análisis empíricos internos sugieren que las unidades exportadas por la zona del euro son menos sensibles a las variaciones de los precios del automóvil que las de otros de los principales fabricantes mundiales (Japón, Estados Unidos y Corea) y mucho menos sensibles que las de China.

## Gráfico E

### Exportaciones reales de automóviles eléctricos e híbridos

(miles de automóviles, media móvil de doce meses)

■ Zona del euro  
■ Estados Unidos  
■ Corea del Sur  
■ Japón  
■ China



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones reales se expresan como unidades de vehículos exportados. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

### La resiliencia de la industria del automóvil de la zona del euro ante la intensificación de la competencia del exterior también se refleja en su posición como centro neurálgico de fabricación automovilística.

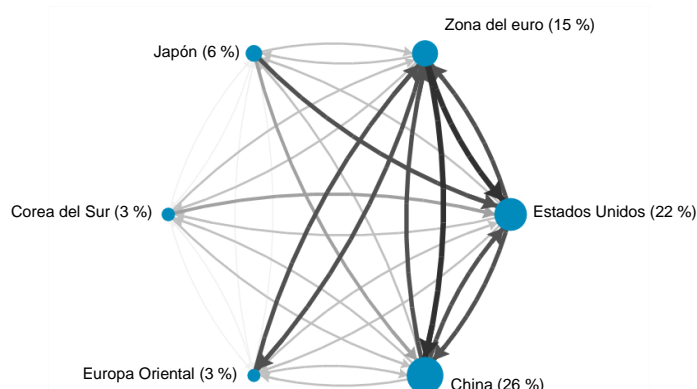
Pese a retos como el aumento de las importaciones y la penetración de las importaciones<sup>5</sup> procedentes de China, la zona del euro parece mantener una ventaja competitiva en material de transporte, como puso de manifiesto el saldo neto positivo de su balanza comercial<sup>6</sup>. En 2022, la zona del euro exportó más producción de material de transporte a destinos de todo el mundo de la que recibió, lo que subraya su fortaleza como región exportadora (gráfico F). Aun teniendo en cuenta la creciente presencia de las importaciones chinas en el mercado interno (gráfico B) y el predominio de ese país en la fabricación mundial de baterías, el saldo neto de la balanza comercial del sector de material de transporte de la zona del euro con China se mantuvo positivo y se cifró en el 3,8 % de la producción interior.

<sup>5</sup> La penetración de las importaciones se mide por la ratio entre las importaciones y el consumo interno total.

<sup>6</sup> Dentro del material de transporte, los vehículos de motor, remolques y semirremolques representan el 76 % del valor añadido exportado de la zona del euro y el 89 % del saldo neto de su balanza comercial.

## Gráfico F

### Red de valor añadido mundial del sector de material de transporte en 2022



Fuentes: Datos de las tablas *input-output* multirregionales y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los nodos es proporcional al valor añadido interno del sector de material de transporte en dólares estadounidenses. El grosor de las flechas representa los flujos de entrada y salida bilaterales de dicho valor añadido. Los porcentajes que figuran junto a los nodos y en la leyenda indican la proporción correspondiente de valor añadido en relación con el valor añadido total del sector de material de transporte a escala global.

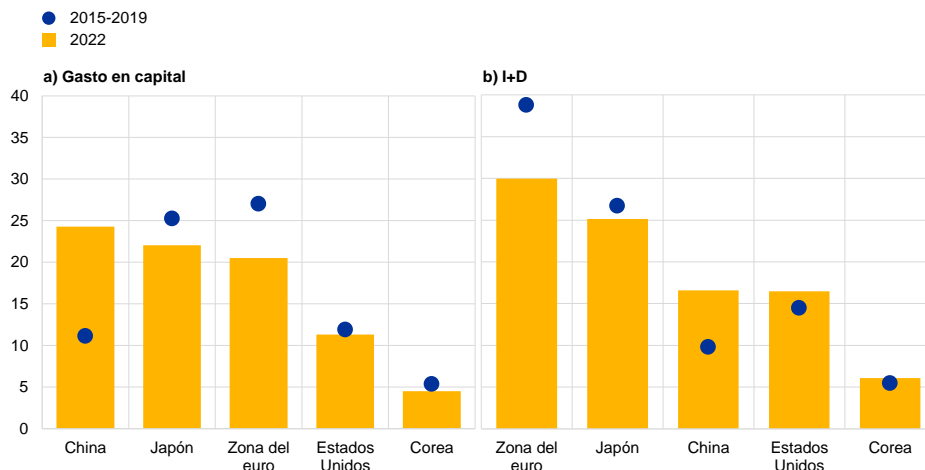
### Las fabricantes de automóviles de la zona del euro están realizando cuantiosas inversiones en electrificación y en tecnologías digitales para seguir siendo competitivos en el mercado de la automoción, que está evolucionando con rapidez.

Estas inversiones se reflejan en el significativo gasto de capital y en investigación y desarrollo (I+D) por parte de los fabricantes de automóviles de la zona, que representaron en torno al 20 % y el 30 % a escala global en 2022. Mientras que China ha emergido como líder en gasto de capital, los fabricantes de la zona del euro siguen encabezando la inversión en I+D, lo que evidencia su compromiso con la innovación. Así lo demuestra el elevado número de nuevas patentes relacionadas con el transporte registradas por las empresas de la zona del euro en la Oficina Europea de Patentes entre 2020 y 2022, que supera el de sus competidores. No obstante, estas empresas se están quedando rezagadas en el registro de patentes del ámbito de la comunicación digital, lo que señala los posibles retos a los que se enfrenta el sector automovilístico de la zona del euro en relación con la transformación digital.

## Gráfico G

### Peso del sector del automóvil en gasto de capital y en I+D

(porcentajes, paridades del poder adquisitivo)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

### A medio plazo se espera que la recuperación de la producción de automóviles en la zona del euro esté impulsada principalmente por la demanda de consumo, pero existen riesgos significativos.

Si los obstáculos para la adopción del coche eléctrico disminuyen, y a medida que las perturbaciones temporales vayan desapareciendo, la demanda interna debería recuperarse. Sin embargo, existen varios riesgos importantes que podrían afectar a estas perspectivas. Será fundamental que los fabricantes de coches de la zona del euro logren integrar los procesos digitales con los tradicionales, acelerar la innovación e introducir tecnologías que el mercado acoja satisfactoriamente. Además, la fuerte dependencia de estos fabricantes de proveedores concentrados en unos pocos lugares (por ejemplo, de semiconductores y baterías producidos en un número reducido de países de Asia) plantea riesgos para las cadenas de suministro, sobre todo en períodos de intensificación de las tensiones geopolíticas. Deben realizarse esfuerzos para reforzar la capacidad de resistencia frente a perturbaciones en las cadenas de suministro y para diversificar las fuentes de componentes estratégicos con el fin de mantener la competitividad. Las políticas industriales, en particular las relacionadas con la transición verde —como la infraestructura de carga—, también determinarán las perspectivas del sector automovilístico de la zona del euro<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> En 2021, el Parlamento Europeo aprobó un Reglamento relativo a la [implantación de una infraestructura para los combustibles alternativos](#), que sienta las bases para la adopción de estrategias de transición verde de la UE. Otras iniciativas similares son el [pasaporte digital de vehículos](#) y el [pasaporte digital de baterías](#), que tienen por finalidad reforzar la transparencia y la sostenibilidad de la industria del sector de la automoción. La UE también ha aprobado legislación sobre [materiales de reciclado de baterías](#) para conducir al sector hacia métodos de diseño y producción innovadores y sostenibles. Además, la UE ofrece incentivos económicos como el [Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono](#), que impone tasas a las importaciones intensivas en carbono para reducir las fugas de carbono y fomentar prácticas más ecológicas en el sector.

## 6 Indicadores de márgenes para el análisis de la inflación considerando el papel de los costes totales

Elke Hahn y Théodore Renault

**En los indicadores convencionales de márgenes que se obtienen de las cuentas nacionales se utiliza como referencia el PIB en lugar del producto de la economía.** Aunque «producto» suele utilizarse como sinónimo de PIB, en las cuentas nacionales se hace una distinción entre ambos conceptos. A diferencia del PIB, el producto incluye los consumos intermedios, es decir, el consumo de los bienes y servicios utilizados para generar el PIB o el concepto relacionado de «valor añadido»<sup>1</sup>. «Producto» es un concepto claramente definido, pero las cuentas nacionales trimestrales no contienen datos actualizados sobre el producto de la zona del euro<sup>2</sup>. Los indicadores convencionales de márgenes de las cuentas nacionales basados en el PIB permiten, por lo tanto, analizar la evolución de los márgenes —medidos en términos del excedente bruto de explotación y la renta mixta— en relación con los costes laborales, pero no en relación con los costes totales. En consecuencia, estos indicadores son útiles para analizar cómo los márgenes están amortiguando el aumento de los costes laborales actualmente, pero no muestran con precisión la forma en la que la evolución de los costes de los bienes intermedios —como la energía— ha dificultado o facilitado estos desarrollos. Esa información la proporcionarían indicadores de márgenes basados en el producto.

**Los indicadores de márgenes que consideran el coste total de los insumos pueden aproximarse sustituyendo el producto por el concepto de «oferta total».** La oferta total se define como la suma del PIB y de las importaciones, ambos disponibles en las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro. La aproximación del producto mediante la oferta total se basa en el hecho de que la oferta total menos las importaciones equivale al PIB, que a su vez es igual al producto menos los consumos intermedios<sup>3</sup>. Si bien el valor de las importaciones es considerablemente más bajo que el de los consumos intermedios, los precios de importación y los precios de los bienes intermedios guardan una estrecha correlación<sup>4</sup>. Por consiguiente, la oferta total es una aproximación (*proxy*) razonable del producto cuando se calcula la dinámica de los márgenes, que se mide como la evolución de la ratio de los precios y los costes. Mientras que el indicador convencional de márgenes se obtiene como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y los costes laborales unitarios, el indicador de márgenes basado en la oferta total puede calcularse como la ratio entre el deflactor de la oferta total y los

<sup>1</sup> El producto se define como la suma del valor añadido bruto y los consumos intermedios. El PIB es igual a la suma del valor añadido bruto y los impuestos netos sobre los productos. Véase la descripción completa en el [Sistema Europeo de Cuentas 2010](#).

<sup>2</sup> Los datos sobre el producto de la zona del euro están disponibles con periodicidad anual. También se publican trimestralmente, pero solo para un número limitado de países de la zona del euro.

<sup>3</sup> Para simplificar, no se tiene en cuenta el papel de los impuestos netos sobre los productos.

<sup>4</sup> Un indicador de este comovimiento a escala de la zona del euro es el coeficiente de correlación de 0,9 entre las tasas de variación interanual en frecuencia trimestral del deflactor de las importaciones y los precios de producción de los bienes intermedios correspondientes al período 1999-2023.



costes unitarios totales (la suma de los costes laborales y los de las importaciones por unidad)<sup>5</sup>. Los indicadores de márgenes se centran en el aspecto distributivo, ya que facilitan información sobre la evolución de los márgenes en comparación con la evolución de los costes laborales o de los costes totales. Por ejemplo, una tasa de crecimiento positiva de un indicador de márgenes muestra que los márgenes unitarios (definidos como el excedente bruto de explotación y la renta mixta por unidad del PIB real o de la oferta total real) están creciendo a un ritmo más rápido que el componente de costes unitarios considerado.

**En conjunto, los indicadores de márgenes basados en el PIB (valor añadido) y los basados en la oferta total sugieren que, en 2023, los márgenes comenzaron a amortiguar el impacto de la evolución de los costes laborales sobre las presiones inflacionistas, aunque se vieron favorecidos por la disminución de otros costes.** Según el indicador basado en el PIB, los márgenes aumentaron en 2022, pero comenzaron a reducirse en 2023, amortiguando los costes laborales durante la segunda mitad de ese año<sup>6</sup>. Sin embargo, el indicador basado en la oferta total señala que los márgenes disminuyeron en 2022 y, tras un ligero incremento durante 2023, han comenzado a desacelerarse más recientemente, pero se han mantenido en niveles positivos<sup>7</sup>. En otras palabras, este indicador sugiere que los márgenes amortiguaron los costes totales en 2022, año en el que los precios de importación subieron con fuerza, pero aumentaron en 2023, gracias a la caída de esos precios.

---

<sup>5</sup> Para un análisis de un conjunto más amplio de indicadores de márgenes y de la relación entre el concepto de márgenes utilizado en las cuentas nacionales (excedente bruto de explotación y renta mixta) y el de márgenes empresariales, véase el recuadro titulado «[Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

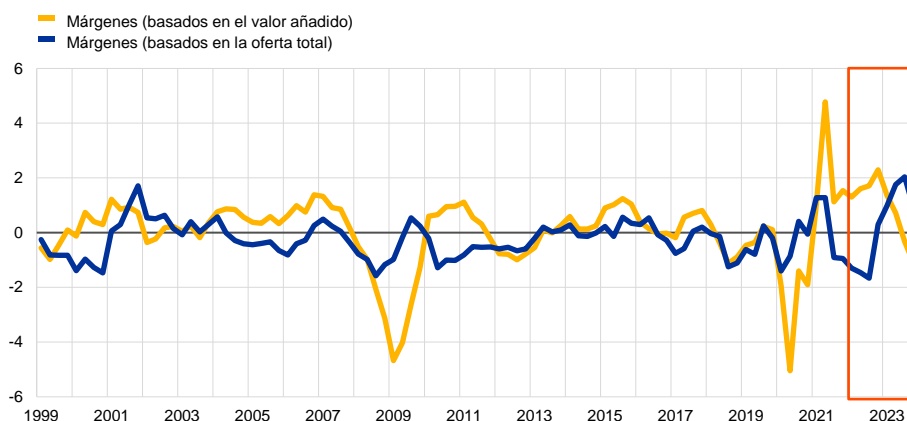
<sup>6</sup> Las grandes fluctuaciones en el indicador convencional de márgenes durante y después de la recesión relacionada con la pandemia reflejan fuertes variaciones en algunos de los datos subyacentes, como la productividad del trabajo, durante la recesión.

<sup>7</sup> Cabe señalar que, en el caso de los márgenes unitarios, que es otro indicador de márgenes utilizado con frecuencia en el contexto del análisis de la inflación, la evolución del indicador convencional (excedente bruto de explotación y renta mixta divididos por el PIB real) y la del indicador correspondiente basado en la oferta total (excedente bruto de explotación y renta mixta divididos por la oferta total real) fueron muy similares en los dos últimos años. Esto no es sorprendente, ya que se produjo una variación excepcional de los precios de importación, pero no de las importaciones reales.

## Gráfico A

### Tasa de crecimiento de los márgenes basados en el PIB (valor añadido) y en la oferta total

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

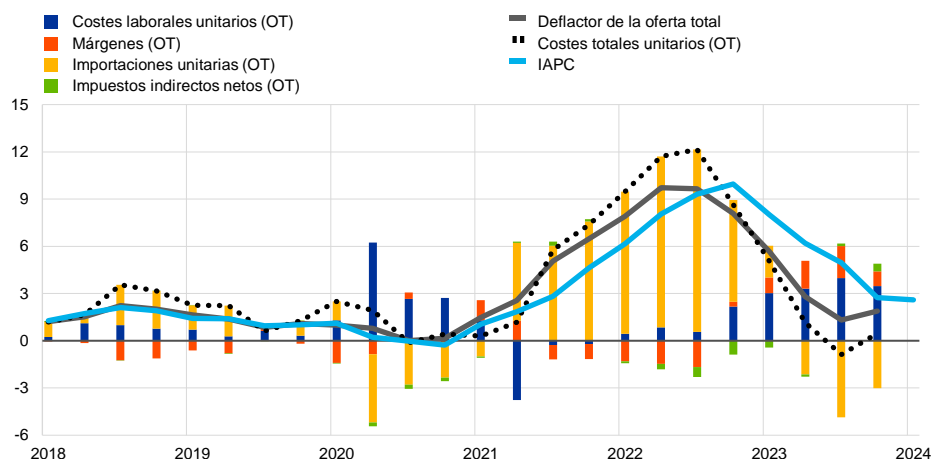
**El deflactor de la oferta total, como aproximación de los precios de producción, apunta a que las presiones observadas de forma generalizada en los precios de la economía de la zona del euro podrían haber tocado fondo en el segundo semestre de 2023.** El crecimiento del deflactor de la oferta total registró un fuerte ascenso entre 2021 y mediados de 2022, y posteriormente cayó de forma acusada, antes de mostrar señales de cierta estabilización en la segunda mitad de 2023 (panel a del gráfico B). Al igual que ocurre con el deflactor del PIB (panel b del gráfico B), la evolución del deflactor de la oferta total puede desglosarse en componentes. Su descomposición indica las causas del aumento y de la disminución de las presiones generales en los precios y su evolución a lo largo del tiempo. Sugiere que el intenso repunte de la inflación fue provocado inicialmente por un aumento pronunciado de las presiones de los precios de importación (de los insumos). Posteriormente, en el ámbito interno, con cierto retraso y en menor medida, se incrementaron los márgenes y, después, los costes laborales. Esta secuencia implica que los márgenes, medidos a través del valor añadido, registraron un crecimiento positivo cuando se produjo la escalada de la inflación, pero un crecimiento negativo si se miden a través de la oferta total. La misma secuencia se observa en la disminución de las presiones inflacionistas, con una evolución opuesta de los márgenes. Las presiones de los precios de importación comenzaron a remitir a mediados de 2022 y, desde hace varios trimestres, se observa un debilitamiento de las presiones inflacionistas internas en la moderación del crecimiento de los márgenes con la finalización de la pandemia y la crisis energética. En el cuarto trimestre de 2023, el ritmo de avance de los costes laborales unitarios también empezó a descender ligeramente.

## Gráfico B

### Deflactor de la oferta total y deflactor del PIB

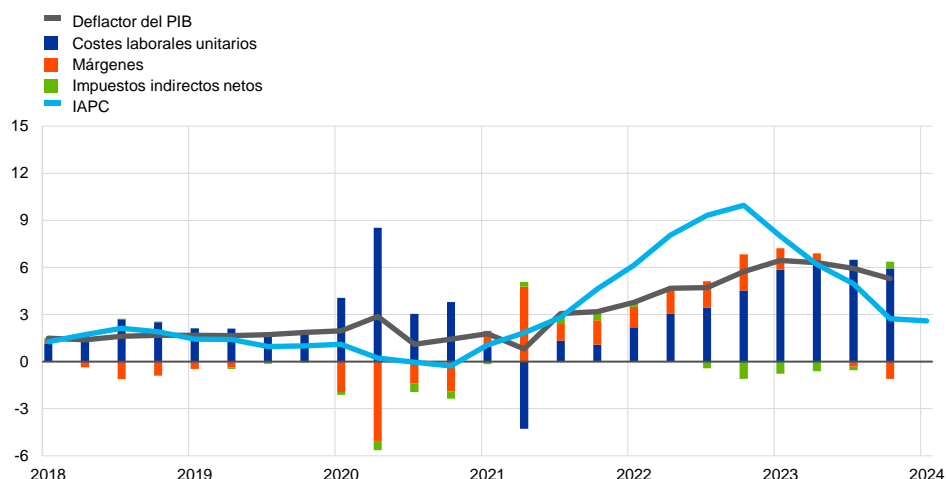
#### a) Deflactor de la oferta total (OT)

(tasas de variación interanual)



#### b) Deflactor del PIB

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el IAPC y al cuarto trimestre de 2023 para los demás datos. Panel a: los costes laborales unitarios (OT) y las importaciones unitarias (OT) se muestran como contribuciones en puntos porcentuales a los costes totales unitarios (OT).

**Para una muestra limitada de países de la zona del euro es posible calcular un indicador de márgenes basado en el producto «genuino», cuya evolución sigue, en gran medida, la de los indicadores basados en la oferta total.** El indicador de márgenes basado en la oferta total puede ser una aproximación imperfecta de un indicador basado en el producto si los precios de importación evolucionan de forma muy diferente a los precios de los consumos intermedios. Las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro proporcionan información sobre el producto y los consumos intermedios de seis países de la zona, que conjuntamente representan el 60 % del PIB de la zona<sup>8</sup>. Esto permite realizar una comparación directa entre los indicadores de márgenes basados en la oferta total y

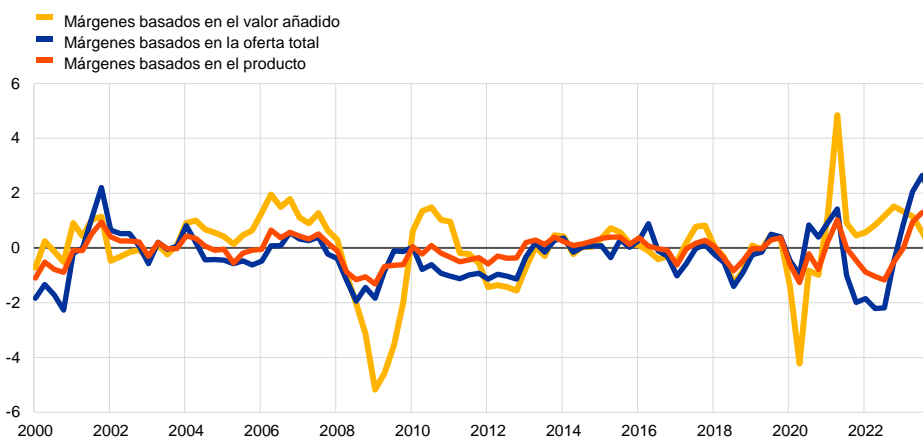
<sup>8</sup> Se dispone de datos sobre el producto y sobre los consumos intermedios de Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Países Bajos y Finlandia.

en el producto, respectivamente. En la muestra limitada, la evolución de los dos indicadores ha presentado una correlación estrecha a lo largo del tiempo y sus períodos de crecimiento positivo y negativo han coincidido en gran medida, incluso en el período más reciente<sup>9</sup>. El indicador basado en el producto ha mostrado una volatilidad ligeramente más baja, lo que puede atribuirse, en parte, al hecho de que los precios de los bienes intermedios han sido recientemente algo menos volátiles que los de los bienes importados. Esto sugiere que, para el conjunto de la zona del euro, el indicador de márgenes basado en la oferta total puede ser una aproximación fiable de un indicador de márgenes basado en el producto.

### Gráfico C

Tasa de crecimiento de los márgenes basados en el valor añadido, la oferta total y el producto de una muestra limitada de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para los indicadores basados en el valor añadido y los basados en la oferta total, y al tercer trimestre de 2023 para el indicador correspondiente al producto. La muestra limitada de países de la zona del euro incluye Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Países Bajos y Finlandia.

**En síntesis, en épocas de fluctuaciones excepcionales de los precios de los bienes intermedios, un indicador de márgenes basado en la oferta total puede complementar el indicador convencional de márgenes basado en el valor añadido.** De cara al futuro, tras las desviaciones relativamente importantes observadas entre los dos indicadores en los dos últimos años, la desaparición de las variaciones excepcionales de los precios de importación dará lugar, probablemente, a un mayor realineamiento del crecimiento de los márgenes basados en el valor añadido y basados en la oferta total en términos de dirección y de magnitud positiva/negativa.

<sup>9</sup> La evolución tanto del indicador de márgenes basado en el valor añadido como del basado en la oferta total a partir de la muestra limitada es comparable a la correspondiente a los indicadores del agregado de la zona del euro (gráfico A).

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 16 de abril de 2024

Juliane Kinsele y Vagia Iskaki

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2024.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 31 de enero y el 16 de abril de 2024 (el «período de referencia»).

**El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia.** Esta disminución se debió al vencimiento de la séptima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.7), así como a los reembolsos anticipados de los saldos vivos de la financiación obtenida en otras TLTRO III efectuados por las entidades de crédito el 27 de marzo de 2024. La provisión de liquidez también se redujo por la finalización de las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a principios de julio de 2023. Sin embargo, esta menor provisión de liquidez se vio compensada en parte por el descenso continuado de los factores autónomos netos de absorción de liquidez.

### 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 99,7 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.531,2 mm de euros.** Esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 98 mm de euros —hasta los 1.369,7 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia del descenso de los factores autónomos de absorción de liquidez y del aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas descendieron en 1,7 mm de euros hasta los 161,5 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 33,7 mm de euros, hasta situarse en 2.619,7 mm de euros, debido principalmente a que los depósitos no relacionados con la política monetaria y los billetes en circulación continuaron reduciéndose.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección «Pasivo» del cuadro A) registraron una caída de 27,7 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 154,6 mm de euros. Esta evolución refleja que continuó la normalización del volumen agregado del efectivo mantenido por los Tesoros nacionales en el Eurosistema, que también se vio

impulsada por los cambios en la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema que entraron en vigor el 1 de mayo de 2023. El 16 de abril de 2024, el Consejo de Gobierno confirmó el límite máximo de la remuneración de estos depósitos y lo fijó en el tipo a corto plazo del euro (€STR) menos un diferencial de 20 puntos básicos, aunque los bancos centrales nacionales pueden decidir aplicar un tipo más bajo basándose en consideraciones de carácter nacional<sup>1</sup>. También siguieron disminuyendo los otros depósitos no relacionados con la política monetaria incluidos en los otros factores autónomos<sup>2</sup>. La normalización de las condiciones en los mercados *repo* derivada de la mitigación de los problemas de escasez de activos de garantía también hizo más atractiva la opción de colocar en el mercado los depósitos no relacionados con la política monetaria. El importe de los billetes en circulación disminuyó, en promedio, en 9,1 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.544,6 mm de euros, lo que estuvo motivado por la reducción en las tenencias de billetes que se ha venido observando desde que los tipos de interés oficiales dejaron de ser negativos.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 64,1 mm de euros y se situaron en 1.250,3 mm de euros.** Los activos netos denominados en euros aumentaron en 29,3 mm de euros durante el período de referencia, en gran medida como consecuencia de la reducción continuada de los pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro. Ello, a su vez, refleja el ajuste en las estrategias de gestión de efectivo de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés) observado desde que, el 1 de mayo de 2023, entró en vigor la nueva remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS, fijada en el €STR menos 20 puntos básicos, que se confirmó el 16 de abril de 2024<sup>3</sup>. Los activos exteriores netos se incrementaron en 34,8 mm de euros, sobre todo por la revalorización de determinados activos exteriores de reserva en 29 mm de euros que se produjo en el segundo período de mantenimiento de reservas. No obstante, este aumento se vio contrarrestado por ajustes de revalorización incluidos en otros factores autónomos.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Véase [«El BCE confirma el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro y ajusta la remuneración de los otros depósitos no relacionados con la política monetaria»](#), *nota de prensa*, BCE, 17 de abril de 2024.

<sup>2</sup> En términos netos, sin embargo, otros factores autónomos registraron un ligero incremento como resultado del descenso de los depósitos no relacionados con la política monetaria y del aumento de las cuentas de revalorización.

<sup>3</sup> Véase [«El BCE confirma el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro y ajusta la remuneración de los otros depósitos no relacionados con la política monetaria»](#), *nota de prensa*, BCE, 17 de abril de 2024.

<sup>4</sup> Para más detalles sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado [«La gestión de la liquidez del BCE»](#), *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.619,7	(-33,7)	2.620,9	(-29,4)	2.618,3	(-2,6)	2.653,5	(-67,1)
Billetes en circulación	1.544,6	(-9,1)	1.543,2	(-13,5)	1.546,3	(+3,0)	1.553,7	(-6,1)
Depósitos de las AAPP	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
<b>Facilidad de depósito</b>	3.421,3	(-99,1)	3.490,9	(+3,5)	3.337,9	(-153,0)	3.520,5	(-94,6)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.250,3	(+64,1)	1.232,1	(+14,4)	1.272,1	(+40,0)	1.186,2	(+35,4)
Activos exteriores netos	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Activos netos denominados en euros	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	4.959,5	(-199,9)	5.048,5	(-42,4)	4.852,6	(-195,9)	5.159,4	(-200,0)
Operaciones de mercado abierto	4.959,5	(-199,9)	5.048,5	(-42,4)	4.852,6	(-195,9)	5.159,4	(-200,0)
Operaciones de crédito	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
OPF	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
OPFML a tres meses	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
Operaciones TLTRO III	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.625,5	(-76,5)	4.646,4	(-40,4)	4.600,4	(-46,0)	4.702,0	(-89,3)
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; «OPFML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

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: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	1.531,2	(-99,7)	1.550,4	(-45,1)	1.508,1	(-42,3)	1.630,9	(-104,1)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.369,7	(-98,0)	1.389,0	(-44,1)	1.346,5	(-42,6)	1.467,7	(-102,3)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.428,3	(-100,2)	3.498,1	(+2,7)	3.344,7	(-153,4)	3.528,5	(-96,0)

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) 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: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024				Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024			
	Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo período de mantenimiento		Octavo período de mantenimiento	
OPF	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilidad de depósito	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

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. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al 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 se redujo en 199,9 mm de euros, hasta un importe de 4.959,5 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a que los importes proporcionados mediante operaciones de crédito siguieron descendiendo.

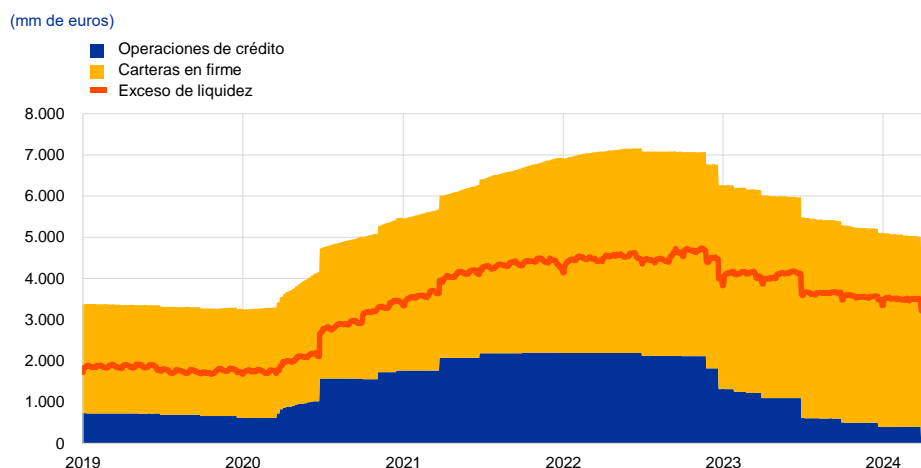
**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito disminuyó en 123,5 mm de euros, hasta los 334 mm de euros, durante el período de referencia.** Esta disminución refleja en gran medida el descenso de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la TLTRO III.7 (215,4 mm de euros) y a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras TLTRO (35,8 mm de euros), que se produjeron el 27 de marzo de 2024. Al mismo tiempo, también se redujeron ligeramente los saldos vivos de las operaciones de financiación convencionales del Eurosistema —operaciones principales de financiación (OPF) y operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses—. Dicha reducción se debió fundamentalmente al descenso observado, en promedio, en las OPF (3,7 mm de euros), mientras que las OFPML a tres meses se incrementaron en 2 mm de euros. La limitada participación de las entidades de crédito en estas operaciones y su capacidad para realizar cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida a través de las TLTRO sin recurrir a las operaciones regulares de financiación refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés atractivos.

**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme experimentó un descenso de 76,5 mm de euros durante el período de referencia.** Este descenso 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 2022<sup>5, 6</sup>.

### 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 16 de abril de 2024.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio disminuyó en 100,2 mm de euros, hasta un importe de 3.428,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).**

El exceso de liquidez se define como la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir las reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez medio ha disminuido de forma sostenida, principalmente como consecuencia de los vencimientos y los reembolsos anticipados de los fondos obtenidos en las TLTRO III, al tiempo que la finalización de las reinversiones del APP también ha contribuido a esta caída desde julio de 2023.

## Evolución de los tipos de interés

**El Consejo de Gobierno mantuvo sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE durante el período de referencia.** Los tipos de interés de la

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> En diciembre de 2023 se anunció que, en el segundo semestre de 2024, el BCE tiene intención de reinvertir solo parcialmente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia que vayan venciendo.

facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 4,00 %, el 4,50 % y el 4,75 %, respectivamente.

**En promedio, el €STR apenas experimentó cambios durante el período de referencia, manteniendo un diferencial estable con respecto a los tipos de interés oficiales del BCE.** El €STR cotizó, en promedio, 9,2 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante todo el período analizado, ligeramente por encima del diferencial medio de 9,9 puntos básicos observado durante los períodos de mantenimiento de reservas de 2023. Por consiguiente, hasta ahora, el menor exceso de liquidez no ha tenido un impacto significativo sobre el €STR.

**El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, siguió cotizando cerca del tipo de la facilidad de depósito.** En promedio, el tipo *repo* se situó 4,9 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, con un aumento de aproximadamente 2,5 puntos básicos con respecto al período anterior. Esta evolución refleja la reversión continuada, desde el último trimestre de 2023, de los factores que estuvieron presionando a la baja los tipos *repo*. Estos factores son la revaluación de las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, que incentiva a los intermediarios financieros a tomar posiciones largas en bonos financiados por *repos*, y la mayor disponibilidad de activos de garantía derivada del descenso de los saldos vivos de los valores mantenidos en el marco del APP y la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento de las TLTRO.

Francesca Barbiero y Maria Dimou

**El riesgo de crédito ha ido aumentando gradualmente en los últimos trimestres, pero no ha alcanzado los niveles de deterioro implícitos en los indicadores generales del riesgo de crédito bancario basados en regularidades históricas, habida cuenta de las débiles perspectivas económicas para la zona del euro, las subidas de los tipos de interés y el número creciente de quiebras.** Tanto los ratios de préstamos dudosos como los indicadores más amplios del riesgo de crédito (por ejemplo, los importes vencidos recientes y los préstamos en vigilancia especial —*stage 2*—) se han incrementado de forma continuada en los últimos trimestres, con cierta heterogeneidad entre países como consecuencia, entre otros factores, de las diferentes exposiciones a los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el inmobiliario comercial. Sin embargo, el avance se ha mantenido contenido en general<sup>1</sup>. Además, las probabilidades de impago (PD, por sus siglas en inglés) en las exposiciones del balance de las entidades de crédito apenas han aumentado desde que comenzó el reciente ciclo de endurecimiento de la política monetaria, pese a la mayor carga por intereses y al deterioro de las perspectivas económicas<sup>2</sup>. En general, las frecuencias de impago declaradas se encuentran por debajo de los niveles que cabría esperar atendiendo a las regularidades históricas, dadas las perspectivas macroeconómicas actuales<sup>3</sup>.

**Parte de la evolución benigna del riesgo de crédito de los balances bancarios puede atribuirse al hecho de que, desde el comienzo del ciclo de endurecimiento, las entidades de crédito han reajustado activamente sus carteras en favor de activos más seguros (gráfico A).** Si se examinan las carteras de préstamos a empresas de las entidades desde finales de 2021, según lo declarado en AnaCredit (el registro de crédito de la zona del euro), efectivamente se produjo un deterioro de la solvencia de los prestatarios, debido probablemente a la mayor carga por intereses y al progresivo debilitamiento de las condiciones macroeconómicas (barras amarillas del gráfico A). Habría sido de esperar que esta evolución hubiera causado un deterioro notable de las carteras crediticias de las entidades. Sin embargo, además de reducir de forma generalizada la oferta de crédito desde el inicio del endurecimiento de la política monetaria, las entidades han ido dirigiendo selectivamente la concesión de crédito hacia las contrapartes más seguras en sus carteras de préstamos a empresas (barras azules del gráfico A). Este reajuste ha compensado con creces el empeoramiento pasivo de la calidad de las exposiciones de las entidades como consecuencia de los cambios en la solvencia de contrapartes preexistentes. Así pues, la proporción de préstamos con

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, las series sobre [préstamos dudosos](#) y [préstamos en vigilancia especial](#) (ambas en inglés) en las estadísticas supervisoras sobre el sector bancario elaboradas por el BCE.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[Vulnerabilidad de las empresas según la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

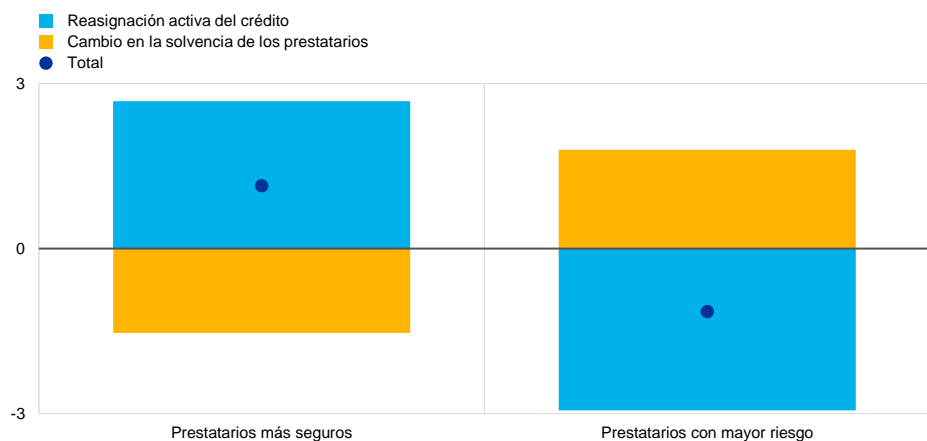
<sup>3</sup> Véanse también Kerstin af Jochnick, «[The single supervisor ten years on: experience and way forward](#)», *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13 de marzo de 2024, y «[Euro area banking sector](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2024.

menor riesgo en las carteras de préstamos a empresas (círculos azules del gráfico A) aumentó de hecho, lo que dio lugar a que la calidad general del crédito vivo se deteriorara menos de lo previsto. Este desarrollo también es coherente con la mayor aversión al riesgo señalada por las entidades en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro desde el comienzo del ciclo de endurecimiento, a lo que se une un incremento de los riesgos percibidos<sup>4</sup>. El impacto del mayor atractivo percibido en los activos más seguros y potencialmente más líquidos también se extendió a las carteras de los bancos, que reajustaron sus activos en favor de las tenencias de valores y en detrimento de los préstamos, un patrón que refleja, en gran medida, la actividad de titulización<sup>5</sup>.

### Gráfico A

Descomposición de la evolución de las carteras de préstamos a empresas de las entidades de crédito entre el cuarto trimestre de 2021 y el cuarto trimestre de 2023

(variaciones en la proporción del volumen de crédito y en las contribuciones, puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (AnaCredit) y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra las variaciones trimestrales acumuladas en la proporción de préstamos pertenecientes a cada categoría de prestatarios entre el primer trimestre de 2022 y el cuarto trimestre de 2023. Las categorías de prestatarios reflejan la asociación entre las tasas de impago realizadas y las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación. «Prestatarios más seguros» incluye a aquellos acreditados con una probabilidad de impago de hasta el 5 %. «Prestatarios con mayor riesgo» comprende a los acreditados con una probabilidad de impago superior al 5 %. Los cálculos se basan en los saldos vivos de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro a residentes en la zona. Las definiciones son coherentes con el Reglamento BCE/2021/2 (Reglamento sobre las partidas del balance). Las barras azules representan las variaciones trimestrales acumuladas en la proporción de préstamos pertenecientes a cada categoría, calculadas aplicando las probabilidades de impago observadas en el trimestre anterior.

**La recomposición de las carteras bancarias en favor de activos más seguros podría reflejar los intentos de las entidades por contener el coste del riesgo de crédito evitando un aumento más acusado de las provisiones para insolvencias y de los indicadores más amplios del riesgo de crédito.** Tras alcanzar niveles históricos después de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana, el coste del riesgo de crédito se ha mantenido contenido en los últimos años (zona verde del gráfico B)<sup>6</sup>. Como consecuencia de las mayores presiones supervisoras, las entidades de crédito han realizado costosos esfuerzos para sanear sus balances, y sus prácticas de gestión de riesgos han sido objeto de

<sup>4</sup> Véase «The euro area bank lending survey – first quarter of 2024», BCE, abril de 2024.

<sup>5</sup> La recomposición de los activos bancarios hacia los valores desde finales de 2021 no se asoció a cambios en el perfil de riesgo global de las carteras crediticias.

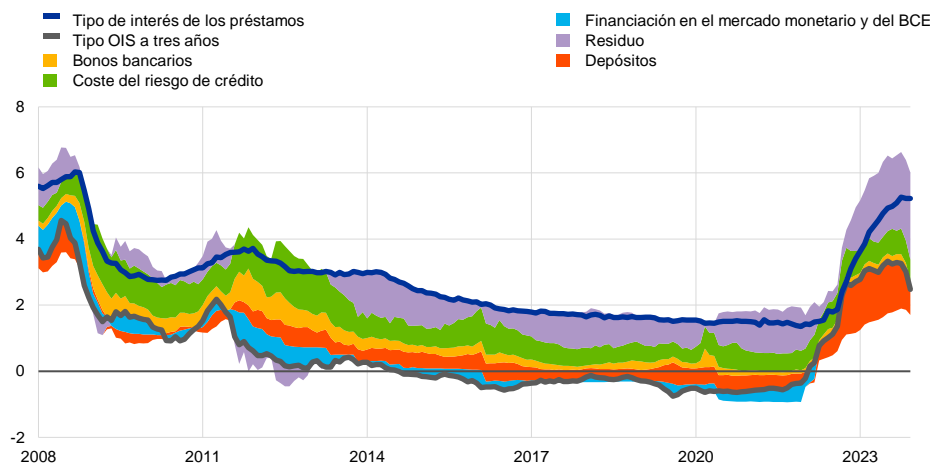
<sup>6</sup> En este contexto, el coste del riesgo de crédito es la suma de los requerimientos de capital y de las pérdidas (crediticias) esperadas.

control continuo. Los costes asociados al riesgo de crédito, en combinación con otras ineficiencias operativas, contribuyeron a los bajos niveles de rentabilidad, al elevado coste del capital y a la ausencia de distribuciones de capital en los años anteriores al ciclo de endurecimiento reciente, y especialmente durante las pasadas crisis. Por tanto, la intensa aversión al riesgo estaría en consonancia con los esfuerzos de las entidades para contener el coste del riesgo de crédito con el fin de lograr niveles de rentabilidad que les permitan seguir remunerando capital a sus inversores<sup>7</sup>. Actualmente, gracias a esta adaptación de las estrategias bancarias, las provisiones para insolvencias y los indicadores más amplios del riesgo de crédito permanecen contenidos, pese al renovado control por parte de los supervisores y los mercados. Por el mismo motivo, las provisiones para insolvencias y los indicadores del riesgo de crédito de los balances bancarios han perdido en parte su capacidad para reflejar plenamente el nivel al que el endurecimiento de la política monetaria ha estado afectando a las empresas y a los hogares. Esto sugiere que es necesaria una visión más holística de la transmisión de la política monetaria a la economía real. También es probable que se refleje el hecho de que los balances de las empresas y los hogares se encontraban en una situación favorable al principio del ciclo de endurecimiento, lo que, unido a una rentabilidad y un empleo fuertes, puede haber evitado un mayor deterioro de la solvencia.

### Gráfico B

#### Tipo de interés de los préstamos a las sociedades no financieras y sus componentes

(porcentajes)



Fuentes: BCE (partidas del balance; estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM), Bloomberg, Moody's y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico, el tipo de interés efectivo de los préstamos a las sociedades no financieras (línea azul) se descompone en las contribuciones de distintos componentes del coste para los bancos. El residuo entre el tipo efectivo de los préstamos y los distintos componentes del coste identifica una medida del margen de intermediación. Los costes de los depósitos, de los bonos bancarios y de la financiación en el mercado monetario y del BCE se expresan como diferenciales frente al tipo de referencia, es decir, el tipo OIS (Overnight Index Swap) a tres años (línea negra), ponderados por su importancia respectiva en el mix de financiación de las entidades de crédito. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

**La evidencia empírica sugiere que las entidades se han hecho más prudentes a la hora de asignar el crédito debido a consideraciones regulatorias y supervisoras (panel a del gráfico C).** El mayor control supervisor obliga a las entidades a adoptar una postura de mayor aversión al riesgo en su actividad

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «La remuneración del capital de las entidades de crédito e implicaciones para la política monetaria», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023.

crediticia<sup>8</sup>. A medida que aumenta la presión regulatoria, crece la motivación de los bancos para cumplir las normas de adecuación del capital y mitigar su exposición a los activos con riesgo. En consecuencia, las entidades reasignan estratégicamente el crédito para dirigirlo a los prestatarios más seguros y a los activos con menor riesgo con el fin de adaptarse a los requerimientos regulatorios y las presiones supervisoras, y de evitar aumentos no deseados de las coberturas para insolvencias necesarias *ex post*. El papel que desempeñan las presiones regulatorias y supervisoras se captura a través de las respuestas de las entidades a la pregunta formulada en la encuesta sobre préstamos bancarios sobre el impacto de las medidas supervisoras y regulatorias en los criterios de aprobación del crédito en los doce meses anteriores. El análisis empírico sugiere que las entidades de crédito que señalaron que dichas medidas habían contribuido a endurecer los criterios de concesión recortaron significativamente el crédito a los prestatarios con mayor riesgo en comparación con el concedido a los prestatarios más seguros en el período considerado<sup>9</sup>. En concreto, las entidades que endurecieron los criterios de aprobación debido a las presiones regulatorias y supervisoras en la misma medida que la entidad media entre 2021 y 2023 (porcentaje neto acumulado del 20 %) redujeron los préstamos a los prestatarios con mayor riesgo en 3 puntos porcentuales, comparado con un descenso total del 9,8 % en el volumen de préstamos para la muestra de prestatarios con mayor riesgo en el período considerado. Este resultado respalda la hipótesis de que, como consecuencia del control continuo de las autoridades prudenciales, las entidades podrían haber actuado con prudencia a la hora de asignar crédito a los prestatarios con malas perspectivas de reembolso, aunque, en el caso de estos, también podrían haber influido significativamente otros factores.

---

<sup>8</sup> C. Altavilla, M. Boucinha, J. L. Peydró y F. Smets, «[Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers](#)», *Working Paper Series*, n.º 2349, BCE, enero de 2020.

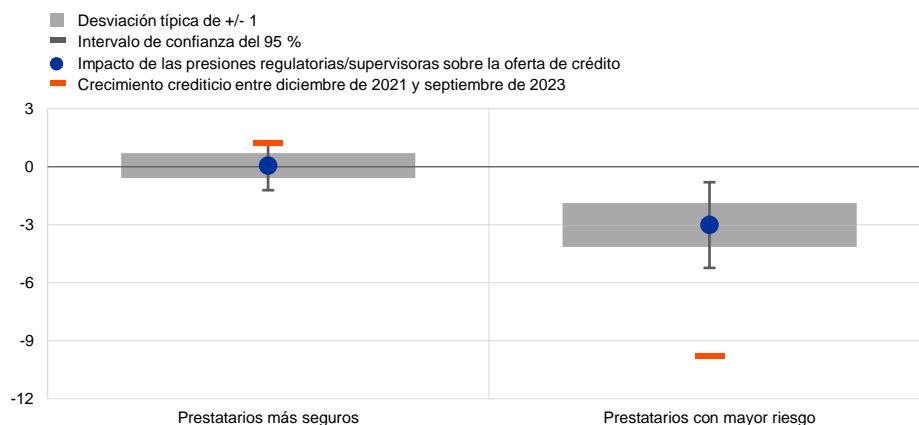
<sup>9</sup> Para analizar explicaciones alternativas que podrían estar respaldando el comportamiento de los bancos relativo al riesgo de crédito, los autores del recuadro construyeron una base de datos entidad-empresa asociando AnaCredit con las respuestas individuales de las entidades a la encuesta sobre préstamos bancarios, y con las posiciones de balance extraídas de las estadísticas sobre las partidas del balance individuales. Para ello, se centraron en la variación del volumen de préstamos a nivel de entidad-empresa entre diciembre de 2021 (antes del ciclo de endurecimiento) y septiembre de 2023. Con el fin de caracterizar a los factores que han afectado al cambio en la asignación relativa del crédito a prestatarios más seguros o con mayor riesgo *ex ante* en ese período, se aplicó un método empírico estándar que permitió incluir a las empresas que operan con una sola entidad a la hora de identificar perturbaciones en la oferta de crédito bancario asumiendo que las perturbaciones afectan de forma similar a las empresas que comparten el mismo sector, ubicación y clasificación de tamaño (véase H. Degryse, O. De Jonghe, S. Jakovljević, K. Mulier y G. Schepens, «Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, octubre de 2019). Posteriormente se especifica un modelo de regresión de sección cruzada, en el que se incluyen controles de entidad y de empresa, como el tamaño de la entidad o la edad de la empresa, así como efectos fijos de sector-ubicación-tamaño, según se ha indicado.

## Gráfico C

### Evidencia empírica sobre los factores que determinan la asignación de la oferta de crédito

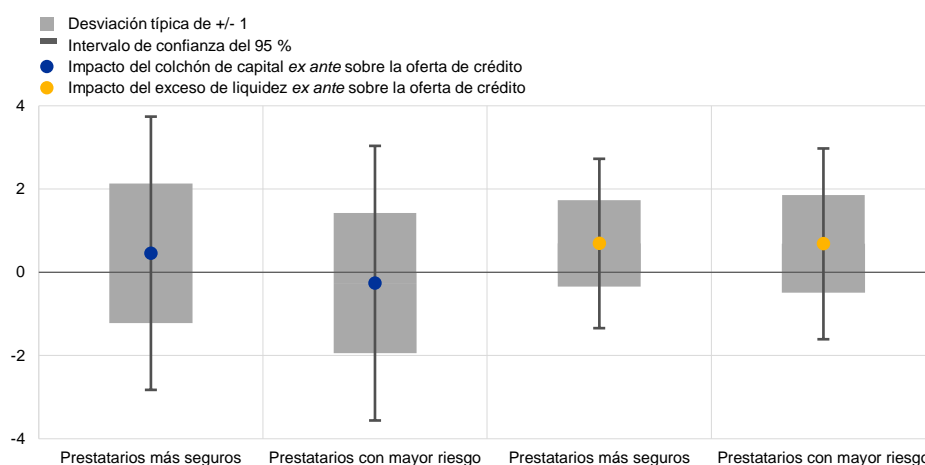
#### a) Impacto de las presiones regulatorias/supervisoras

(puntos porcentuales, volúmenes de crédito *ex ante*)



#### b) Impacto de los colchones de capital y del exceso de liquidez *ex ante*

(puntos porcentuales, volúmenes de crédito *ex ante*)



Fuentes: BCE (partidas del balance individuales, AnaCredit), encuesta sobre préstamos bancarios, información comunicada con fines supervisoras al BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta los coeficientes obtenidos de la regresión:  $Crecimiento\ crediticio_{b,f} = Mayor\ riesgo_f + \beta^1 Más\ seguros_f \times X_b + \beta^2 Mayor\ riesgo_f \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{ILS} + \epsilon_{b,f}$ , donde  $Crecimiento\ crediticio_{b,f}$  es la variación (logarítmica) en el volumen de crédito a nivel entidad-empresa entre diciembre de 2021 y septiembre de 2023.  $Más\ seguros_f$  y  $Mayor\ riesgo_f$  son variables ficticias (*dummy*) complementarias igual a 1 si la probabilidad de impago *ex ante* del prestatario es superior (inferior) al 5 %, respectivamente.  $X_b$  es una variable igual a 1 si las medidas supervisoras o regulatorias en los doce meses anteriores contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos (panel a) o la ratio de colchón de capital o exceso de liquidez *ex ante* sobre sobre activos (panel b). La regresión incluye controles de entidad y de empresa ( $Y_b$  y  $Z_f$ ), como el tamaño de la entidad y la edad de la empresa, así como efectos fijos de sector-ubicación-tamaño ( $\gamma_{ILS}$ ). Los errores estándar están clusterizados por entidad. Los coeficientes están escalados por el endurecimiento neto acumulado de los criterios de concesión a causa de las presiones regulatorias o supervisoras en el período 2021-2023 promediado entre los préstamos a pequeñas y medianas empresas y a grandes empresas, según lo indicado en la encuesta sobre préstamos bancarios.

**Sin embargo, parece que la fortaleza y la capacidad de absorción de los balances bancarios antes del ciclo de endurecimiento no han afectado significativamente a la asignación cualitativa del crédito (panel b del gráfico C).** Unos colchones de capital y de liquidez holgados inciden en el modo de transmisión de la política monetaria y pueden interactuar con la gestión del riesgo de



crédito de las entidades<sup>10</sup>. Al comienzo del reciente ciclo de endurecimiento, las entidades tenían elevados niveles de liquidez y sus colchones de capital se situaban muy por encima de los requerimientos regulatorios. Estas posiciones fueron la consecuencia de años de estricto control regulatorio y supervisor, que aumentó la capacidad de resistencia del sistema bancario de la zona del euro a perturbaciones tales como las turbulencias bancarias de marzo de 2023. Sin embargo, parece que los niveles *ex ante* de los colchones de capital y de las ratios de exceso de liquidez no son significativos a la hora de explicar los cambios en la asignación del crédito en favor de los prestatarios más seguros y con mayor riesgo durante el ciclo de endurecimiento, mientras que las presiones regulatorias y supervisoras sí parece que influyen de manera considerable, como se ha indicado anteriormente.

---

<sup>10</sup> En particular, sería esperable que la reasignación del crédito de los prestatarios con mayor riesgo a los prestatarios más seguros sea menos prevalente entre entidades con niveles más elevados de capital y de exceso de liquidez, de acuerdo con L. Gambacorta y H. S. Shin, «Why bank capital matters for monetary policy», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, julio de 2018, pp. 17-29.

# Artículos

## 1 Dinámicas sectoriales y el ciclo económico en la zona del euro

Niccolò Battistini y Johannes Gareis

### Introducción

**Las dinámicas sectoriales son fundamentales para entender el ciclo económico por dos motivos.** En primer lugar, los sectores son una fuente importante de fluctuaciones agregadas. Por ejemplo, un sector puede experimentar cambios inesperados, o perturbaciones, en sus procesos de producción, como disrupciones graves en sus cadenas de suministro. Ejemplos recientes de ello son la escasez de semiconductores que afectó al sector del automóvil o las dificultades que tuvieron las empresas de transporte para encontrar mano de obra<sup>1</sup>. En segundo lugar, los sectores desempeñan un papel destacado en la propagación de perturbaciones a la actividad económica general. De hecho, los distintos sectores interactúan a través de una red de vínculos *input-output* que, a su vez, conectan los factores primarios de producción —como el trabajo y el capital— con los usos finales de los bienes y los servicios, como el consumo y la inversión. En conjunto, estas interconexiones configuran la estructura sectorial de la economía y afectan a la forma en que cada sector responde a las perturbaciones y las propaga al ciclo económico<sup>2</sup>.

**Desarrollos recientes, como importantes perturbaciones sectoriales y cambios visibles en las tendencias de largo plazo, han reavivado el interés por comprender las implicaciones de las dinámicas sectoriales para la actividad económica.** Por un lado, la excepcional secuencia de perturbaciones sectoriales observadas en los últimos años —las restricciones a la movilidad que impidieron la prestación de servicios intensivos en contacto social, los cuellos de botella en la oferta que ocasionaron disrupciones en las largas cadenas de suministro del sector industrial y la volatilidad de los precios del gas que afectó a los sectores intensivos en energía— ha reactivado el interés por las dinámicas sectoriales. Por otro, la evolución reciente de las tendencias de largo plazo, como la desaceleración de la globalización, la aceleración de la digitalización y los avances hacia la transición

<sup>1</sup> Para un análisis detallado de la evolución reciente y una valoración de las perspectivas a corto plazo del sector del automóvil de la zona del euro, véase el recuadro titulado «[¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?](#)» en este Boletín Económico. Para un análisis reciente sobre cómo consiguieron hacer frente las empresas a la escasez de mano de obra, véase el recuadro titulado «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)» en este Boletín Económico.

<sup>2</sup> Para un estudio de las distintas sensibilidades de la actividad sectorial a perturbaciones agregadas y sus implicaciones para la actividad económica en su conjunto, véase el recuadro titulado «[La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

ecológica, puede provocar cambios en la estructura sectorial de la economía, lo que haría necesario reevaluar el mecanismo de propagación de las perturbaciones<sup>3</sup>.

**¿Cómo pueden las dinámicas sectoriales guiar el análisis a corto plazo del ciclo económico?** Para responder a esta pregunta, en este artículo se analizan las características principales de los desarrollos sectoriales recientes en la zona del euro a partir de la descomposición del valor añadido bruto real trimestral de once sectores facilitado por Eurostat<sup>4</sup>. Esta es la mejor manera de medir la actividad económica con el máximo nivel posible de granularidad y frecuencia de forma coherente en los distintos países<sup>5</sup>. Tras repasar brevemente la literatura existente, se presenta nueva evidencia de las implicaciones de las dinámicas sectoriales para las perspectivas a corto plazo de la actividad económica en la zona del euro.

## Conclusiones

**En este artículo se presenta evidencia basada en modelos de que los desplazamientos de la actividad entre sectores pueden actuar como indicadores adelantados de la actividad económica agregada.** Además, se muestra que el índice general de desplazamientos intersectoriales —medido por la suma de las variaciones en valor absoluto de los pesos sectoriales— oculta los efectos opuestos de los desplazamientos de la actividad entre países debidos a la relocalización gradual de los procesos de producción con el fin de obtener ganancias de eficiencia, y los desplazamientos dentro de cada país, que reflejan cambios perjudiciales en el uso de los recursos por parte de los sectores. A partir de la evidencia basada en modelos, se muestra que los desplazamientos entre países anticipan dinámicas de crecimiento duraderas, mientras que los que se producen dentro de los países preceden a recesiones económicas.

**En el artículo se identifican, además, cuatro sectores con propiedades de indicador adelantado de la actividad agregada, a saber, industria manufacturera; construcción; comercio, transporte y hostelería, y actividades profesionales.** A continuación, se analiza la posición de los sectores en la estructura productiva de la economía de la zona del euro en función de su centralidad, que mide la importancia económica de un sector en términos de su influencia en otros sectores, y después se relaciona dicha centralidad con la utilidad

<sup>3</sup> En este artículo solo se menciona brevemente el papel de las tendencias de largo plazo en las dinámicas de la composición sectorial de la economía. Un análisis exhaustivo de su impacto queda fuera del ámbito de este estudio.

<sup>4</sup> Cabe señalar que la actividad económica de la zona del euro se ha visto afectada de manera creciente por la evolución registrada en Irlanda en los diez últimos años, principalmente como consecuencia de la gran influencia de las multinacionales en la actividad de las manufacturas y de la información y comunicaciones. 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. No obstante, todos los resultados empíricos de este artículo son robustos, con exclusión de Irlanda.

<sup>5</sup> Los once sectores se refieren a los datos basados en la clasificación NACE2 sobre el valor añadido bruto real correspondiente a los sectores A (en adelante, agricultura), B, D y E (minería y energía), C (industria manufacturera), G, H e I (comercio, transporte y hostelería), J (información y comunicaciones), K (actividades financieras y de seguros), L (actividades inmobiliarias), M y N (actividades profesionales), O, P y Q (Administración Pública), y R, S, T y U (actividades artísticas y recreativas). Cabe señalar que, dada la limitada información disponible, el valor añadido bruto real del sector de minería y energía se aproxima por la diferencia entre el valor añadido bruto real de los sectores B, C, D y E, y el correspondiente a C.

del sector para predecir el PIB real. Se llega a la conclusión de que la centralidad de un sector, sobre todo la de segundo orden —que mide su influencia a través de los efectos directos e indirectos en la estructura productiva de la economía—, explica su capacidad predictiva con respecto a la actividad económica.

**En conjunto, en el artículo se subraya la importancia de hacer un seguimiento y un análisis de los desarrollos sectoriales.** Se argumenta que el estudio de los desplazamientos intersectoriales desde una perspectiva agregada, así como de la evolución de cada sector desde una perspectiva granular, permite una comprensión global de la economía y una formulación de políticas más eficaz. De hecho, un análisis sectorial exhaustivo ayuda a entender cómo se originan y propagan las perturbaciones en la economía, que es fundamental para evaluar su posible magnitud y efectos en cascada. En último término, si las autoridades llevan a cabo un seguimiento de la evolución de los sectores y la analizan, podrán anticiparse a los posibles riesgos para la economía y mitigarlos ajustando las medidas que adoptan en respuesta.

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

## 2 Retos a largo plazo para la política fiscal en la zona del euro

Edmund Moshhammer

### Introducción

**En el futuro, es probable que las finanzas públicas de la zona del euro se vean sometidas a presiones derivadas de diversos retos a largo plazo.** Además de las cargas fiscales existentes —como se refleja en las ratios de deuda elevadas de algunos países de la zona del euro, que se incrementaron notablemente debido a la pandemia y la posterior crisis energética—, se plantean varios grandes desafíos a largo plazo para la dinámica presupuestaria. En este artículo se analizan primero algunos de los retos más importantes, así como su relevancia fiscal, y se pone el foco en el envejecimiento de la población (sección 2), el fin del «dividendo de la paz» (sección 3), la digitalización (sección 4) y el cambio climático (sección 5). Teniendo en cuenta la incertidumbre que rodea a cualquier cuantificación de estos retos, en la sección 6 se presentan algunas estimaciones provisionales —puramente indicativas— del esfuerzo presupuestario adicional que podría ser necesario para asegurar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas si se toman en consideración los desafíos mencionados. Las implicaciones de la digitalización quedan excluidas de ese ejercicio, dado el elevado grado de incertidumbre asociado a su cuantificación. En la sección 7 se presentan algunas conclusiones.

### Conclusiones

**Cuestiones como el envejecimiento de la población, el aumento del gasto en defensa, la digitalización y el cambio climático darán lugar a unas cargas fiscales importantes en las próximas décadas.** Estos hechos ya supondrán de por sí un reto importante de forma aislada, y los países tendrán que hacer frente a todos simultáneamente. Por consiguiente, es necesario que se adopten medidas ya, en especial en los países muy endeudados en los que los tipos de interés son elevados, con los riesgos que ello supone<sup>1</sup>. Las políticas económicas deberían tratar de reducir gradualmente los altos niveles de deuda pública y prepararse para el futuro, lo que también contribuirá a asegurar un entorno sólido para la ejecución de la política monetaria única de la zona del euro.

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

---

<sup>1</sup> Véase T. Adrian, V. Gaspar y P.-O. Gourinchas, «Los riesgos fiscales y financieros de un mundo marcado por una deuda elevada y un crecimiento lento», *Blog del FMI*, 1 de abril de 2024.

# 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:	<a href="https://data.ecb.europa.eu">https://data.ecb.europa.eu</a>
Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/publications">https://data.ecb.europa.eu/publications</a>
Las definiciones metodológicas, las notas generales y las notas técnicas de los cuadros estadísticos se encuentran en la sección «Methodology» ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/methodology">https://data.ecb.europa.eu/methodology</a>
En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,9	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 II TR	0,7	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,6	7,0	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
III TR	0,9	1,2	-0,1	-0,9	1,8	-0,1	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
IV TR	0,7	0,8	-0,3	0,0	1,2	-0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 I TR	.	0,4	0,6	-0,5	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2023 Dic	-	-	-	-	-	-	6,0	6,7	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Ene	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,1	4,0	2,2	-0,8	2,8
Feb	-	-	-	-	-	-	5,7	6,4	3,2	3,4	2,8	0,7	2,6
Mar	-	-	-	-	-	-	5,8	6,4	3,5	3,2	2,7	0,1	2,4
Abr	-	-	-	-	-	-	5,7	.	3,4	2,3	2,5	.	2,4
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,6

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión, d.)							Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>					
	PMI compuesto						PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,9	12,5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,5	4,2	0,6
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,3	-3,8	-0,6	
2023 II TR	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	50,5	54,8	47,6	-0,2	-1,2	0,9	
III TR	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	-0,3	-0,3	-0,2	
IV TR	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	1,0	0,9	1,1	
2024 I TR	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,4	0,2	-1,1	
2023 Dic	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,0	0,9	1,1	
2024 Ene	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	-0,9	-0,4	-1,5	
Feb	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,3	-0,4	0,2	-1,0	
Mar	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,4	0,2	-1,1	
Abr	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,5	.	.	.	
May	.	54,4	52,8	.	.	52,2	52,6	.	50,4	.	.	.	

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)

	Total		Demanda interna							Saldo exterior <sup>1)</sup>		
	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		
				Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2021	12.474,6	11.980,5	6.354,5	2.737,3	2.727,0	1.388,6	761,4	570,4	161,7	494,1	6.172,3	5.678,2
2022	13.507,4	13.266,1	7.069,4	2.901,0	3.017,6	1.560,8	847,5	602,3	278,0	241,3	7.440,0	7.198,8
2023	14.375,9	13.861,3	7.535,7	3.037,9	3.176,9	1.626,8	904,8	637,8	110,8	514,6	7.389,7	6.875,2
2023 I TR	3.540,4	3.408,5	1.855,9	741,2	782,8	405,2	223,3	152,5	28,6	131,9	1.896,0	1.764,1
II TR	3.580,7	3.445,7	1.874,5	754,8	788,5	405,7	226,0	155,0	27,8	135,0	1.859,2	1.724,1
III TR	3.602,7	3.466,5	1.899,1	767,8	794,1	407,0	228,7	156,4	5,5	136,2	1.827,8	1.691,7
IV TR	3.650,9	3.529,0	1.909,1	775,3	808,5	409,0	225,3	172,3	36,1	121,9	1.836,2	1.714,3
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2023	100,0	96,4	52,4	21,1	22,1	11,3	6,3	4,4	0,8	3,6		
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2023 II TR	0,1	0,8	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,4	1,4	-	-	-1,1	-0,1
III TR	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,7	0,4	-	-	-1,2	-1,4
IV TR	-0,1	0,3	0,1	0,5	1,0	-0,4	-2,5	9,6	-	-	0,0	0,6
2024 I TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>												
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,8	8,1	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,6	4,2	1,6	2,5	1,4	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,4	0,2	0,5	0,8	1,2	-0,8	3,3	3,5	-	-	-1,1	-1,6
2023 II TR	0,6	0,7	0,7	0,5	1,7	-0,6	5,3	2,6	-	-	-0,5	-0,4
III TR	0,1	-0,4	-0,3	1,3	0,5	-0,3	2,6	-0,3	-	-	-3,0	-4,1
IV TR	0,1	0,3	0,6	1,2	1,5	-0,6	0,4	8,4	-	-	-2,8	-2,5
2024 I TR	0,4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2023 II TR	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,6	-	-
III TR	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
IV TR	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2024 I TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
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	0,5	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,2	-	-
2023 II TR	0,6	0,7	0,4	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-	-
III TR	0,1	-0,4	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	-	-
IV TR	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,3	-	-
2024 I TR	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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)												
2021	11.191,6	186,6	2.218,6	595,0	2.021,7	598,5	515,2	1.247,3	1.298,1	2.173,0	337,6	1.283,0
2022	12.165,7	215,1	2.450,1	656,6	2.333,5	633,2	532,7	1.300,2	1.398,4	2.274,6	371,3	1.341,7
2023	13.004,5	221,5	2.628,7	723,6	2.447,6	678,9	610,0	1.412,2	1.491,4	2.391,3	399,3	1.371,4
2023 I TR	3.201,4	57,1	660,9	178,2	605,1	164,1	147,5	343,9	364,4	582,8	97,4	339,1
II TR	3.244,4	55,6	662,1	180,1	612,6	169,3	152,1	349,9	372,2	591,7	98,9	336,3
III TR	3.256,3	54,8	653,2	181,8	611,7	170,9	155,0	353,3	374,5	600,8	100,2	346,3
IV TR	3.297,2	54,0	662,0	184,2	618,6	173,2	155,0	359,2	381,2	609,1	100,8	353,7
en porcentaje del valor añadido												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2023 I TR	0,1	1,0	-1,3	1,9	0,1	0,9	-0,4	0,9	0,1	0,2	2,1	-0,5
II TR	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,1	1,5	0,6	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,2
III TR	-0,1	-1,2	-1,0	-0,1	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	1,7	0,1
IV TR	0,0	0,8	-0,4	-0,1	-0,3	0,2	-0,6	0,1	0,3	0,6	-1,3	-0,2
tasas de variación interanual												
2021	5,8	1,1	8,7	3,0	7,8	9,3	5,6	2,0	6,7	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,5	1,2	1,1	7,7	6,1	0,7	1,8	4,9	1,9	12,0	2,6
2023	0,6	0,6	-1,7	0,6	0,4	4,2	0,4	1,3	1,3	1,1	4,0	-1,2
2023 I TR	1,8	0,8	0,2	0,8	2,5	5,2	0,6	1,7	1,9	1,5	6,6	-2,5
II TR	0,9	1,2	-0,6	0,3	0,2	4,8	0,8	1,2	1,5	1,1	3,3	-1,3
III TR	0,2	0,0	-2,4	1,1	-0,6	3,6	0,8	1,2	1,0	0,7	3,2	-0,3
IV TR	0,1	0,4	-3,0	1,1	-0,1	3,5	-0,3	1,1	1,0	1,1	3,2	-0,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2023 I TR	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
II TR	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
IV TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
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	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,6	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2023 I TR	1,8	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
II TR	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
III TR	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
IV TR	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera 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
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
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
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,5	1,0	1,6	1,6	1,4	0,9
2023 II TR	1,4	1,5	0,9	-2,2	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,2	1,9	1,4	0,7
III TR	1,4	1,4	0,9	-1,0	0,8	1,4	2,0	2,4	1,1	0,8	1,4	1,5	0,5
IV TR	1,2	1,2	1,3	-0,6	0,4	1,8	1,4	2,7	0,7	1,2	1,2	1,5	1,1
2024 I TR	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
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
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-1,3	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	3,9	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,7	3,0	0,6	1,1	1,6	1,5	1,4
2023 I TR	2,1	2,5	0,5	-0,6	1,8	1,7	3,0	4,6	1,1	1,8	2,3	1,5	2,5
II TR	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,3	1,2	1,8	4,1	1,3	1,7	2,2	1,8	1,6
III TR	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,4	1,8	1,9	1,0	1,1	1,6	1,8	1,5
IV TR	1,3	1,4	0,6	-0,7	0,5	2,1	1,2	3,0	0,4	0,8	1,4	1,8	1,0
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-0,4	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,1	0,6
2023 I TR	0,4	0,7	-0,6	0,7	0,5	-0,1	0,7	-0,3	0,0	-0,4	0,4	0,1	1,3
II TR	0,2	0,3	-0,2	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,3	0,5	0,9
III TR	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	0,2	0,3	1,1
IV TR	0,1	0,2	-0,7	-0,1	0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,2	0,3	-0,1

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 <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa <sup>2)</sup>	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		51,3		48,7			
2021	165,007	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,548	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,790	3,1	11,394	6,8	2,7	9,140	6,0	2,254	14,5	5,722	6,4	5,672	7,2	3,3
2023	169,982	2,9	11,174	6,6	2,4	8,877	5,8	2,297	14,5	5,642	6,2	5,533	6,9	3,0
2023 II TR	169,835	2,9	11,111	6,5	2,4	8,838	5,7	2,273	14,3	5,599	6,2	5,513	6,9	3,1
2023 III TR	169,974	2,9	11,206	6,6	2,3	8,877	5,8	2,329	14,6	5,670	6,3	5,536	6,9	3,0
2023 IV TR	170,720	2,9	11,145	6,5	2,3	8,782	5,7	2,363	14,8	5,639	6,2	5,506	6,9	2,9
2024 I TR	-	-	-	6,5	-	-	5,7	-	14,5	-	6,2	-	6,9	2,9
2023 Nov	-	-	11,155	6,5	-	8,831	5,7	2,324	14,7	5,669	6,2	5,486	6,9	-
2023 Dic	-	-	11,134	6,5	-	8,803	5,7	2,331	14,6	5,643	6,2	5,491	6,9	-
2024 Ene	-	-	11,182	6,5	-	8,852	5,7	2,330	14,6	5,679	6,2	5,503	6,9	-
2024 Feb	-	-	11,203	6,5	-	8,875	5,7	2,328	14,6	5,690	6,2	5,514	6,9	-
2024 Mar	-	-	11,098	6,5	-	8,807	5,7	2,291	14,3	5,594	6,1	5,504	6,9	-
2024 Abr	-	-	10,998	6,4	-	8,726	5,6	2,272	14,1	5,577	6,1	5,421	6,7	-

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 <sup>1)</sup>	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								3	4	5
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0			
tasas de variación interanual																
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,3	1,0	8,3	9,0	8,0	-2,9			
2022	2,1	2,8	-1,9	5,0	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	10,0	-4,3			
2023	-2,2	-1,7	-5,4	2,3	-1,7	-5,6	1,5	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,8	14,5			
2023 II TR	-0,8	0,1	-6,2	7,5	-1,6	-8,4	1,5	-2,2	-3,3	-1,1	-0,8	2,7	22,7			
2023 III TR	-4,8	-4,3	-5,3	-2,5	-3,2	-7,6	1,7	-2,3	-1,9	-1,6	-3,8	2,0	15,4			
2023 IV TR	-3,9	-4,3	-4,5	-2,5	-6,7	-0,8	1,1	-0,8	-0,6	0,0	-4,0	1,8	4,1			
2024 I TR	-4,6	-4,7	-2,5	-6,0	-5,5	-2,3	-0,2	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	.	4,8			
2023 Nov	-5,2	-5,9	-5,6	-4,7	-6,9	0,7	-0,2	-0,6	-0,5	0,3	-3,1	1,5	5,3			
2023 Dic	0,2	0,3	-3,4	4,7	-4,9	-1,7	2,4	-0,5	-0,1	-0,1	-3,4	1,9	-0,4			
2024 Ene	-6,5	-7,4	-2,9	1,-1,2	-4,2	0,3	0,6	-0,7	-1,3	-0,7	0,7	3,8	7,0			
2024 Feb	-6,2	-6,2	-2,4	-8,9	-5,0	-4,1	-1,8	-0,3	-1,2	0,7	-1,5	4,9	4,5			
2024 Mar	-1,0	-0,8	-2,3	1,8	-7,1	-3,5	0,1	0,7	1,0	0,7	-1,0	.	2,9			
2024 Abr	.	.	.	.	.	.	.	0,0	-0,5	0,4	0,3	.	3,8			
tasas de variación intermensual (d.)																
2023 Nov	0,4	0,4	-0,7	0,5	1,1	2,0	-0,2	0,4	-0,1	0,3	1,9	0,1	0,7			
2023 Dic	1,6	5,9	-1,3	11,6	0,4	0,7	0,4	-0,5	-0,6	-0,7	0,5	0,4	-1,3			
2024 Ene	-3,2	-6,7	2,2	-15,6	-0,3	0,8	0,8	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	-1,2			
2024 Feb	1,0	0,9	0,8	1,7	-0,3	-3,4	0,4	-0,3	-0,2	0,4	-1,1	1,0	1,0			
2024 Mar	0,6	0,9	-0,5	1,0	-1,8	-0,9	0,1	0,8	1,0	-0,1	1,0	.	-1,2			
2024 Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-0,1	-2,2	.	-0,3			

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	
1999-20	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 III TR	94,2	-8,9	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,5	43,2	43,1	49,2	47,5
IV TR	94,8	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 I TR	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,2	-6,1	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
II TR	.	.	79,0	.	.	.	.	90,0	.	.	.	.
2023 Dic	96,4	-9,0	.	-15,1	-3,5	-5,5	8,1	.	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Ene	96,1	-9,3	79,4	-16,1	-4,5	-5,7	8,4	90,1	46,6	46,6	48,4	47,9
Feb	95,5	-9,5	.	-15,5	-5,4	-6,7	6,1	.	46,5	46,6	50,2	49,2
Mar	96,3	-8,9	.	-14,9	-5,6	-6,0	6,5	.	46,1	47,1	51,5	50,3
Abr	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-5,9	-6,8	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
May	96,0	-9,9	.	-14,3	-6,0	-6,8	6,5	.	47,3	49,3	53,2	52,2

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,5	95,2	2,0	3,6	19,1	8,5	8,8	36,1	8,4	76,0	5,4	9,9	3,3
2022	13,7	92,8	-0,2	2,4	12,8	2,1	7,9	35,8	5,3	71,6	3,4	9,0	2,2
2023	14,4	87,0	1,3	2,1	3,1	1,3	-1,9	34,6	5,6	67,1	1,5	2,9	0,7
2023 I TR	13,5	90,8	1,3	2,3	7,1	2,0	4,2	35,5	5,6	69,5	2,8	1,2	1,6
II TR	13,9	89,3	1,3	2,2	2,3	2,2	1,1	35,5	5,6	68,5	1,8	19,9	0,9
III TR	14,0	88,0	0,4	2,0	1,3	1,1	-0,7	35,2	5,6	67,7	1,4	-11,2	0,5
IV TR	14,4	87,0	2,0	2,1	2,2	1,3	-1,9	34,6	5,6	67,1	1,5	5,5	0,7

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 <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 II TR	1.401,7	1.342,2	59,5	725,2	667,1	327,2	294,0	305,1	295,0	44,3	86,1	25,8	22,9
III TR	1.414,6	1.339,8	74,8	722,9	645,1	329,1	295,4	320,3	313,1	42,4	86,2	29,1	18,5
IV TR	1.384,2	1.311,9	72,3	710,3	645,0	328,0	295,0	299,6	284,8	46,3	87,2	61,6	40,6
2024 I TR	1.445,7	1.341,9	103,7	746,9	632,2	340,3	324,1	314,8	311,8	43,7	73,8	22,0	18,3
2023 Oct	457,1	440,1	17,0	230,1	217,8	109,7	98,4	102,7	94,5	14,6	29,5	10,7	9,6
Nov	462,4	439,0	23,4	239,8	213,3	108,6	99,3	99,1	97,7	15,0	28,8	9,3	7,5
Dic	464,7	432,8	31,9	240,4	213,8	109,8	97,3	97,8	92,6	16,8	29,0	41,6	23,5
2024 Ene	480,1	441,0	39,1	249,5	201,8	112,2	107,9	104,2	107,3	14,2	23,9	4,8	9,1
Feb	486,5	457,6	28,9	246,6	212,9	116,9	109,7	108,2	110,8	14,7	24,2	5,5	3,7
Mar	479,2	443,4	35,8	250,8	217,6	111,2	106,5	102,3	93,7	14,9	25,7	11,7	5,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2024 Mar	5.646,2	5.336,0	310,3	2.905,2	2.589,3	1.324,6	1.208,5	1.239,7	1.204,8	176,7	333,4	138,5	100,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2024 Mar	39,3	37,1	2,2	20,2	18,0	9,2	8,4	8,6	8,4	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 euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu-facturas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 II TR	-1,5	-13,5	710,1	331,9	144,1	216,5	590,6	707,3	411,9	113,6	164,9	503,5	74,1
III TR	-5,2	-22,1	704,3	331,8	141,9	214,6	587,4	677,7	390,4	111,9	158,5	488,6	82,2
IV TR	-4,6	-16,7	709,4	334,8	144,1	214,7	589,0	668,9	382,3	107,2	157,2	475,7	81,2
2024 I TR	-3,2	-12,3	712,7	.	.	.	587,4	652,8	.	.	.	458,9	.
2023 Oct	-1,6	-15,3	236,4	112,1	47,6	70,8	197,5	226,0	130,0	36,2	53,1	160,5	29,5
Nov	-4,2	-16,2	237,7	111,9	48,9	71,8	197,3	222,1	127,4	35,3	52,2	157,9	26,7
Dic	-8,3	-18,7	235,2	110,9	47,6	72,1	194,2	220,8	124,9	35,7	52,0	157,4	25,0
2024 Ene	0,6	-16,1	237,7	113,0	46,8	72,0	196,3	211,6	120,8	33,4	51,0	149,9	25,2
Feb	0,1	-8,3	237,4	111,2	47,5	72,9	195,9	220,7	124,1	35,3	52,3	153,8	24,8
Mar	9,2	12,0	237,7	.	.	.	195,2	220,4	.	.	.	155,2	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 I TR	0,7	-3,0	99,2	95,5	98,4	108,0	98,6	110,4	108,5	111,4	111,1	109,8	144,9
II TR	-3,6	-6,6	97,3	92,7	99,4	105,2	97,2	109,7	107,9	112,3	112,0	110,9	159,0
III TR	-4,2	-10,1	96,3	93,8	95,9	102,4	95,9	106,6	104,5	111,5	109,4	108,5	171,7
IV TR	-3,4	-8,7	96,5	93,2	96,1	102,9	95,7	104,3	101,1	104,3	107,8	105,3	164,4
2023 Sep	-8,3	-13,4	96,1	94,6	93,5	101,3	95,7	104,6	103,0	108,1	107,0	106,6	173,5
Oct	-0,2	-5,9	96,2	93,6	95,8	101,1	95,6	105,0	102,0	107,3	109,7	107,4	162,2
Nov	-2,9	-9,4	96,6	93,0	96,4	103,3	96,1	103,1	100,0	101,1	107,3	103,8	162,6
Dic	-7,3	-11,1	96,8	93,0	96,2	104,2	95,4	104,8	101,2	104,4	106,4	104,7	168,5
2024 Ene	0,1	-9,5	97,3	95,5	93,3	102,2	96,1	101,4	99,0	96,4	103,9	100,4	160,9
Feb	-1,1	-3,6	96,2	92,2	91,9	104,4	94,8	103,1	99,9	101,8	105,9	102,2	166,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
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
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 II TR	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,9	0,7	-4,3	1,2	6,1	6,8
III TR	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,5	1,3	0,9	5,0	4,5
IV TR	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 I TR	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,2	0,3	0,2	1,1	2,7	2,3
2023 Dic	124,0	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2024 Ene	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9
Feb	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,2	-1,0	0,1	1,4	0,5	2,6	2,5
Mar	125,3	2,4	2,9	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	0,5	2,4	2,5
Abr	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	2,4	2,1
May	126,3	2,6	2,9	.	4,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,2	0,5	.	.

	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
% del total en 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
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
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 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
IV TR	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 I TR	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
2023 Dic	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
2024 Ene	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
Feb	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,1	5,2	3,9
Mar	2,6	3,5	-0,5	0,4	1,1	-1,8	3,4	2,8	3,9	-0,4	5,2	3,8
Abr	2,8	3,2	1,2	0,5	0,9	-0,6	3,4	2,8	2,7	-0,5	4,8	3,9
May	2,6	2,9	1,8	.	0,8	0,3	.	.	.	.	.	.

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: mayo de 2024.

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,4	5,7	10,9	2,6	2,2	3,4	1,7	30,3	5,8	7,9	0,5
2022	133,5	33,5	17,2	14,0	19,9	7,2	12,2	16,5	7,0	82,0	11,9	7,1	0,6
2023	130,5	-2,2	1,8	3,7	0,3	5,1	8,3	8,4	5,0	-13,3	6,8	-1,1	-7,4
2023 II TR	129,0	-0,8	0,7	4,1	0,6	5,7	9,5	9,6	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,4
2023 III TR	128,1	-8,8	-0,5	1,3	-4,0	4,4	6,4	5,5	4,1	-25,2	4,9	-2,2	-6,7
2023 IV TR	128,4	-8,7	-1,2	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	2,4	-23,1	4,6	-1,1	-8,7
2024 I TR	125,4	-8,1	-1,6	-1,3	-5,2	2,0	1,5	-0,3	0,9	-20,4	3,6	-	-
2023 Nov	128,5	-8,1	-1,4	-0,2	-4,9	3,2	3,6	2,0	2,4	-21,9	-	-	-
2023 Dic	127,7	-9,6	-0,9	-0,3	-4,6	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,2	-	-	-
2024 Ene	126,5	-8,0	-2,0	-1,2	-5,4	2,2	1,8	0,2	1,1	-19,9	-	-	-
2024 Feb	125,1	-8,4	-1,6	-1,3	-5,4	2,0	1,4	0,4	0,9	-21,2	-	-	-
2024 Mar	124,5	-7,8	-1,3	-1,3	-4,8	1,9	1,2	0,6	0,8	-20,3	-	-	-
2024 Abr	123,3	-5,7	-0,7	-1,0	-3,9	1,5	1,0	0,9	0,7	-14,7	-	-	-

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>		Importaciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total								100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6		
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	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,8	6,0	4,3	6,1	3,9	4,1	0,5	2,9	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 II TR	121,2	6,3	4,3	6,8	4,5	4,2	0,3	3,7	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
2023 III TR	122,1	5,9	3,2	5,8	4,1	3,1	1,9	7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
2023 IV TR	123,8	5,3	3,8	3,8	3,0	2,7	1,4	4,5	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2024 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	76,5	-2,9	2,8	-8,4	-3,5	-1,0	-8,7
2023 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,3	-0,7	-9,6	-6,3	-3,2	-9,7
2024 Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-3,9	1,2	-8,9	-4,1	0,4	-9,1
2024 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	0,5	7,9	-6,6	-0,2	5,8	-7,2
2024 Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	11,7	19,2	4,2	9,8	14,5	4,1
2024 May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,4	12,6	-12,2	-11,4	11,0	11,9

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
1999-20	4,7	5,7	4,0	3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 II TR	7,1	29,8	18,0	12,3	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
III TR	3,5	22,1	15,3	6,4	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
IV TR	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 I TR	4,7	16,6	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2023 Dic	3,6	18,4	18,8	11,6	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Ene	4,6	18,6	20,0	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Feb	4,0	16,9	17,3	3,7	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
Mar	5,6	14,3	15,1	1,6	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
Abr	5,6	14,0	14,0	2,5	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
May	6,4	13,7	13,2	3,6	56,9	49,4	60,5	48,2	54,2

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 <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,0	0,5	0,9	0,9	1,4
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,2	2,9
2023	110,4	4,4	4,4	4,7	4,9	3,4	4,5
2023 II TR	113,7	4,3	4,4	4,0	4,6	3,8	4,4
III TR	107,4	5,2	5,2	4,9	5,7	3,9	4,7
IV TR	117,9	3,3	3,2	4,0	4,0	2,0	4,5
2024 I TR	107,6	4,9	5,0	4,4	5,1	5,0	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](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. manufactu- rera 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
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,6	5,5	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,0	0,9	-0,1
2022	113,7	3,3	6,9	3,6	6,1	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,7	8,3	5,6	7,4	4,4	5,2	4,4	6,5	4,5	-2,3
2023 I TR	118,8	5,9	3,9	6,9	5,3	6,5	4,5	5,8	4,2	7,0	3,9	0,0
II TR	119,5	6,2	2,4	7,0	5,8	7,7	4,5	4,6	4,9	6,6	4,9	2,9
III TR	121,5	6,5	4,5	9,2	5,0	8,0	4,1	4,5	3,5	6,6	5,1	2,9
IV TR	123,2	5,9	3,7	9,2	5,4	6,9	4,2	5,8	4,9	5,5	3,8	3,2
<b>Remuneración por asalariado</b>												
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	5,1	3,6	4,0	6,2	3,3	3,4	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,2	5,6	5,5	4,7	5,8	5,1	4,6	4,0	6,2	4,1	5,5
2023 I TR	121,0	5,4	6,1	5,7	4,3	6,7	4,8	5,2	3,7	6,9	4,0	5,4
II TR	121,7	5,3	6,0	5,2	5,0	5,9	5,3	4,4	3,8	6,2	4,7	5,5
III TR	123,3	5,2	5,5	5,8	4,7	5,2	5,3	4,2	3,8	6,3	4,4	5,7
IV TR	124,6	4,7	4,8	5,5	4,7	5,3	5,0	4,7	4,7	5,2	3,4	5,3
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,2	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,7	-0,1	-2,0	4,2	0,3	0,7	-0,9	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,9	-2,6	-0,9	-1,5	0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	3,1
2023 II TR	101,8	-0,8	3,5	-1,6	-0,7	-1,6	0,8	-0,2	-1,0	-0,4	-0,3	2,6
III TR	101,5	-1,2	1,0	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,7	2,7
IV TR	101,2	1,1	1,0	-3,4	-0,7	-1,5	0,7	-1,1	-0,2	-0,2	-0,4	2,1
2024 I TR	101,2	-0,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
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	3,9	4,3	1,7	3,3	3,4	2,7	3,9	4,9	3,7
2023	124,0	5,1	5,4	5,8	4,8	5,8	5,3	5,0	4,5	6,0	4,0	4,7
2023 I TR	121,8	4,7	4,7	5,2	4,1	5,3	5,0	5,2	4,0	6,1	3,7	4,1
II TR	122,5	5,0	6,4	5,0	5,1	6,0	5,1	4,2	4,1	5,8	4,1	4,2
III TR	124,4	5,0	5,1	5,8	5,0	5,3	5,5	4,5	4,7	6,0	4,0	4,3
IV TR	125,9	4,5	4,6	5,3	3,8	5,4	4,4	4,8	4,0	4,8	3,2	5,0
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2021	104,7	0,0	0,0	3,4	-6,2	1,0	1,3	2,6	-3,7	1,4	-0,3	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,3	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,6	1,0	1,3	5,9
2023	103,8	-0,9	2,1	-2,3	-0,6	-1,3	1,1	-0,2	0,1	0,3	-0,4	2,5
2023 I TR	103,7	-0,8	1,5	-1,6	-0,9	-0,5	0,6	-0,5	-0,1	0,4	0,0	4,0
II TR	103,6	-1,0	3,8	-1,8	-0,9	-1,5	0,6	-0,5	-0,6	0,7	-0,7	1,6
III TR	103,5	-1,3	1,1	-3,0	-0,3	-2,4	1,6	-0,2	0,1	0,6	-1,0	1,7
IV TR	103,3	-1,2	1,1	-3,5	-1,0	-1,3	0,4	-0,8	0,2	0,5	-0,7	2,2

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
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	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Dic	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Ene	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
Feb	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
Mar	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02
Abr	3,91	3,85	3,89	3,84	3,70	5,32	0,08
May	3,91	3,82	3,81	3,79	3,68	5,31	0,08

Fuentes: LSEG 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 <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Dic	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Ene	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
Feb	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
Mar	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70
Abr	3,74	3,35	3,00	2,58	2,64	-0,72	-0,57	-0,42	2,91	2,44	2,37	2,96
May	3,67	3,33	3,02	2,64	2,70	-0,63	-0,69	-0,47	2,95	2,52	2,45	3,03

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	
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2023 Dic	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0
2024 Ene	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
Feb	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2
Mar	509,8	4.989,6	1.046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1.114,6	358,1	283,7	764,4	5.170,6	39.844,3
Abr	511,2	4.981,4	1.049,5	325,4	160,1	132,7	232,6	960,6	1.086,7	361,3	281,0	757,2	5.112,5	38.750,5
May	519,5	5.022,6	1.031,6	318,8	165,9	131,8	239,2	987,8	1.105,0	382,4	286,9	779,5	5.235,2	38.557,9

Fuente: LSEG.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			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	
2023 May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,15	16,35	8,16	7,60	8,31	5,08	4,28	3,99	3,65	3,31	3,93	3,59
Jun	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,03	7,49	7,99	5,11	4,42	4,07	3,72	3,41	4,05	3,71
Jul	0,27	1,42	2,83	2,86	7,50	16,41	8,42	7,73	8,41	5,23	4,58	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
Ago	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,83	8,50	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
Sep	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,51	7,83	8,56	5,40	4,74	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
Oct	0,35	1,59	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,83	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
Nov	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,29	7,91	8,54	5,56	4,91	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
Dic	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,79	7,55	7,71	8,43	5,38	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 Ene	0,39	1,68	3,20	3,15	8,14	16,85	7,99	8,02	8,73	5,37	4,85	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
Feb	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,80	7,68	7,94	8,63	5,31	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,85
Mar	0,39	1,71	3,18	2,91	8,16	16,90	8,09	7,79	8,54	5,16	4,79	4,00	3,57	3,44	4,05	3,80
Abr	0,39	1,73	3,12	2,89	8,14	16,92	8,11	7,85	8,58	5,19	4,82	3,99	3,59	3,42	4,03	3,80

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón 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	
2023 May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,05	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,58
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	4,10	4,78
Jul	0,61	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	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	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	5,59	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Oct	0,80	3,70	3,81	5,31	5,67	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
Dic	0,84	3,71	4,08	5,38	5,49	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 Ene	0,89	3,69	3,37	5,37	5,29	5,69	5,66	5,45	5,23	4,43	5,15	5,00	4,20	5,18
Feb	0,89	3,63	3,50	5,36	5,44	5,72	5,60	5,46	5,14	4,38	5,10	4,83	3,98	5,14
Mar	0,90	3,68	3,60	5,35	5,39	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,16	5,16	4,16	5,18
Abr	0,91	3,66	3,30	5,36	5,20	5,60	5,62	5,35	5,09	4,30	5,19	4,99	4,13	5,18

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central	Sociedades financieras distintas de IFM			FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central		
													1	2
Corto plazo														
2021	1.408,4	429,7	125,2	48,8	88,8	764,7	674,9	387,2	138,6	79,0	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.378,0	473,9	142,6	50,4	94,6	667,0	621,7	480,7	182,9	115,8	48,1	48,1	133,9	97,1
2023	1.519,6	595,3	134,3	51,1	88,4	701,8	659,1	499,4	211,5	111,4	37,8	49,0	127,5	103,8
2023 Nov	1.542,5	598,2	134,2	46,5	98,1	712,0	667,7	481,1	187,2	119,5	40,0	45,5	129,0	100,2
2023 Dic	1.519,6	595,3	134,3	51,1	88,4	701,8	659,1	329,1	143,3	80,0	36,0	32,1	73,6	60,7
2024 Ene	1.532,4	598,9	155,5	51,4	93,2	684,8	642,7	541,5	212,1	132,9	43,2	47,7	148,8	121,6
2024 Feb	1.525,7	593,5	152,9	49,6	96,0	683,4	643,2	457,6	183,1	112,3	36,8	39,7	122,5	100,7
2024 Mar	1.528,0	600,3	151,2	48,3	85,1	691,4	644,0	461,7	181,5	109,7	33,1	38,9	131,5	102,8
2024 Abr	1.497,2	564,1	153,9	47,3	91,4	687,8	643,4	438,5	173,6	93,5	32,4	46,1	125,3	103,8
Largo plazo														
2021	19.872,6	4.170,0	3.341,1	1.350,1	1.620,3	10.741,2	9.942,9	316,2	68,7	83,4	33,8	23,3	140,9	128,1
2022	17.817,7	3.956,3	3.204,6	1.347,1	1.414,3	9.242,4	8.559,1	297,9	79,4	71,6	30,1	16,9	130,0	121,2
2023	19.460,7	4.485,8	3.387,7	1.362,5	1.525,1	10.062,0	9.361,1	322,1	94,4	69,2	25,4	21,0	137,5	129,9
2023 Nov	18.976,4	4.400,1	3.345,8	1.356,9	1.482,4	9.748,1	9.065,7	302,9	83,7	87,6	36,1	25,7	105,9	101,2
2023 Dic	19.460,7	4.485,8	3.387,7	1.362,5	1.525,1	10.062,0	9.361,1	214,8	68,9	59,6	19,5	16,7	69,6	68,0
2024 Ene	19.564,1	4.542,8	3.447,3	1.371,7	1.524,9	10.049,1	9.345,3	471,0	167,2	91,8	31,3	22,7	189,2	172,3
2024 Feb	19.520,6	4.543,0	3.442,8	1.364,6	1.514,8	10.020,0	9.311,1	369,8	100,3	63,6	11,3	19,5	186,4	168,1
2024 Mar	19.793,3	4.622,2	3.471,7	1.372,2	1.535,6	10.163,8	9.445,2	435,0	124,4	95,7	31,7	35,8	179,1	164,4
2024 Abr	19.685,1	4.638,9	3.459,0	1.361,8	1.528,8	10.058,3	9.351,8	322,8	96,1	58,3	10,8	27,5	140,8	135,0

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					
							1				
Saldo vivo											
2021	21.281,0	4.599,7	3.466,3	1.398,8	1.709,1	11.505,9	10.617,8	10.368,4	600,3	1.486,6	8.280,5
2022	19.195,7	4.430,2	3.347,2	1.397,4	1.508,9	9.909,4	9.180,8	8.711,1	525,2	1.290,2	6.895,1
2023	20.980,3	5.081,1	3.522,0	1.413,7	1.613,4	10.763,7	10.020,2	9.689,7	621,8	1.414,9	7.652,6
2023 Nov	20.518,9	4.998,3	3.480,0	1.403,4	1.580,5	10.460,1	9.733,4	9.392,7	611,5	1.395,6	7.385,2
2023 Dic	20.980,3	5.081,1	3.522,0	1.413,7	1.613,4	10.763,7	10.020,2	9.689,7	621,8	1.414,9	7.652,6
2024 Ene	21.096,5	5.141,7	3.602,8	1.423,2	1.618,1	10.733,9	9.988,0	9.841,5	641,1	1.443,2	7.756,7
2024 Feb	21.046,3	5.136,4	3.595,7	1.414,2	1.610,8	10.703,4	9.954,3	10.165,8	652,5	1.506,6	8.006,2
2024 Mar	21.321,3	5.222,5	3.622,8	1.420,4	1.620,7	10.855,2	10.089,2	10.521,7	727,4	1.595,5	8.198,4
2024 Abr	21.182,3	5.203,0	3.613,0	1.409,1	1.620,2	10.746,1	9.995,2	10.247,2	729,1	1.531,8	7.985,9
Tasa de crecimiento <sup>1)</sup>											
2023 Sep	6,3	11,3	4,4	3,9	2,0	5,4	6,2	-1,0	-3,1	-1,2	-1,2
2023 Oct	5,9	10,9	4,1	3,7	2,5	4,8	5,5	-1,4	-3,0	-1,1	-1,7
2023 Nov	5,3	10,4	2,8	1,1	2,5	4,4	4,9	-1,3	-3,3	-1,0	-1,5
2023 Dic	5,7	11,8	2,9	1,2	2,3	4,5	5,0	-1,5	-3,1	-0,8	-1,7
2024 Ene	5,8	10,8	4,4	2,7	2,3	4,6	5,1	-1,5	-3,0	-0,8	-1,8
2024 Feb	5,5	10,2	4,0	1,9	2,2	4,4	4,8	-1,5	-3,0	-0,8	-1,7
2024 Mar	5,6	10,9	4,3	2,4	2,6	4,2	4,6	-1,3	-3,0	-1,1	-1,6
2024 Abr	5,4	10,0	3,9	0,7	2,6	4,2	4,5	-1,4	-3,1	-0,7	-1,6

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 efectivos<sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,7	89,4	68,3	87,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,7	84,3	63,3	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,4	65,1	86,5	121,8	94,7
2023 II TR	98,2	93,9	98,1	88,2	64,3	85,9	121,4	94,6
III TR	98,9	94,9	99,0	89,0	65,3	87,4	123,5	95,9
IV TR	98,3	94,2	98,3	89,0	65,3	87,1	123,0	95,1
2024 I TR	98,4	94,5	98,5				123,7	95,2
2023 Dic	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,9
2024 Ene	98,4	94,4	98,4	-	-	-	123,6	95,2
Feb	98,1	94,2	98,2	-	-	-	123,3	94,9
Mar	98,8	94,8	98,8	-	-	-	124,2	95,5
Abr	98,6	94,6	98,5	-	-	-	124,0	95,2
May	98,9	94,8	98,8	-	-	-	124,4	95,3
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2024 May	0,3	0,3	0,3	-	-	-	0,3	0,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2024 May	1,0	1,3	1,0	-	-	-	2,8	1,2

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	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	-	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 III TR	7,886	-	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
IV TR	7,771	-	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 I TR	7,805	-	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
II TR	7,794	-	25,043	7,460	389,736	166,824	4,291	0,856	4,9742	11,605	0,980	1,077
2023 Dic	7,787	-	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 Ene	7,820	-	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Feb	7,765	-	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
Mar	7,830	-	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
Abr	7,766	-	25,278	7,460	392,411	165,030	4,303	0,857	4,9730	11,591	0,976	1,073
May	7,821	-	24,818	7,461	387,183	168,536	4,280	0,856	4,9754	11,619	0,983	1,081
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2024 May	0,7	0,0	-1,8	0,0	-1,3	2,1	-0,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,8
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2024 May	3,0	-	5,2	0,2	4,0	13,2	-5,6	-1,7	0,6	2,2	0,8	-0,5

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2023 I TR	31.760,6	31.487,6	273,0	12.342,4	10.109,1	11.351,7	13.390,3	35,4	6.897,7	7.988,2	1.133,5	16.096,9
II TR	31.906,0	31.584,7	321,3	12.230,2	9.984,7	11.737,5	13.698,8	13,5	6.819,1	7.901,2	1.105,7	16.069,4
III TR	32.083,3	31.600,0	483,3	12.334,0	10.074,6	11.785,9	13.705,3	-9,6	6.859,0	7.820,1	1.114,1	16.078,3
IV TR	32.017,5	31.432,1	585,3	11.957,1	9.642,3	12.219,9	14.267,5	8,3	6.683,8	7.522,3	1.148,3	15.749,5
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2023 IV TR	222,7	218,6	4,1	83,2	67,1	85,0	99,2	0,1	46,5	52,3	8,0	109,6
<b>Transacciones</b>												
2023 II TR	12,9	-27,2	40,1	-104,3	-97,0	213,7	131,6	-5,0	-93,4	-61,8	1,9	-
III TR	122,2	26,8	95,4	8,3	-0,5	96,5	114,6	-2,7	22,2	-87,3	-2,2	-
IV TR	-326,7	-424,5	97,8	-321,5	-311,6	41,9	93,1	23,6	-77,1	-206,0	6,4	-
2024 I TR	489,7	411,2	78,5	58,5	13,5	131,4	199,9	23,8	274,8	197,7	1,2	-
2023 Oct	-38,2	-71,8	33,6	-119,8	-121,4	0,7	8,7	17,3	60,1	40,8	3,5	-
Nov	10,0	27,9	38,0	-54,6	-57,0	79,0	33,9	1,3	-17,0	-4,9	1,4	-
Dic	-298,5	-324,7	26,2	-147,0	-133,2	-37,7	50,5	5,0	-120,3	-242,0	1,5	-
2024 Ene	175,8	170,3	5,5	-5,3	-8,3	55,1	123,4	15,6	109,5	55,1	0,8	-
Feb	182,5	174,0	8,5	34,0	2,2	45,4	56,6	13,8	88,4	115,2	0,9	-
Mar	131,4	66,9	64,5	29,8	19,7	30,9	19,8	-5,6	76,9	27,3	-0,5	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2024 Mar	298,1	-13,7	311,8	-359,0	-395,5	483,5	539,2	39,7	126,5	-157,4	7,3	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2024 Mar	2,1	-0,1	2,2	-2,5	-2,8	3,4	3,8	0,3	0,9	-1,1	0,1	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Saldos vivos												
2021	1.469,3	9.822,6	11.291,8	918,8	2.504,9	3.423,7	14.715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15.503,7
2022	1.539,5	9.763,0	11.302,6	1.382,1	2.563,9	3.946,1	15.248,7	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,4
2023	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2023 II TR	1.535,3	9.179,2	10.714,5	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15.991,1
III TR	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,1	15.994,3
IV TR	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2024 I TR <sup>9)</sup>	1.522,3	8.735,8	10.258,1	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.136,6	192,7	787,1	72,9	1.052,7	16.189,3
2023 Nov	1.533,7	8.835,1	10.368,7	2.232,6	2.446,9	4.679,5	15.048,3	161,4	719,3	73,1	953,8	16.002,1
Dic	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2024 Ene	1.532,6	8.729,1	10.261,7	2.360,5	2.447,6	4.808,1	15.069,9	183,2	754,0	85,6	1.022,8	16.092,7
Feb	1.532,7	8.711,8	10.244,5	2.423,9	2.433,7	4.857,6	15.102,1	178,5	769,2	69,4	1.017,2	16.119,3
Mar	1.522,3	8.735,8	10.258,1	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.136,6	192,7	787,1	72,9	1.052,7	16.189,3
Abr <sup>9)</sup>	1.531,4	8.712,1	10.243,4	2.459,1	2.431,4	4.890,5	15.133,9	205,1	797,0	70,3	1.072,4	16.206,4
Operaciones												
2021	106,6	908,1	1.014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1.005,1
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,1	157,8	23,9
2023 II TR	-6,9	-275,5	-282,4	226,1	-30,2	195,9	-86,5	11,6	19,0	-5,5	25,2	-61,3
III TR	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,7
IV TR	0,3	-129,5	-129,3	228,9	-6,8	222,2	92,9	35,0	26,0	-6,3	54,6	147,6
2024 I TR <sup>9)</sup>	-13,1	-104,1	-117,2	135,8	-27,0	108,9	-8,3	8,3	47,4	8,0	63,7	55,4
2023 Nov	-2,2	-27,4	-29,7	66,4	-6,2	60,2	30,6	17,8	7,9	-15,1	10,6	41,2
Dic	2,3	12,5	14,8	78,3	11,7	90,0	104,8	3,8	21,3	-2,3	22,8	127,6
2024 Ene	-2,8	-110,2	-113,0	46,7	-11,0	35,7	-77,3	-1,2	14,4	21,2	34,3	-43,0
Feb	0,1	-17,8	-17,8	65,7	-13,3	52,4	34,6	-4,6	15,1	-14,9	-4,4	30,2
Mar	-10,3	24,0	13,6	23,5	-2,7	20,8	34,4	14,2	17,9	1,7	33,7	68,2
Abr <sup>9)</sup>	9,0	-25,9	-16,9	11,3	0,4	11,7	-5,2	12,2	9,8	0,5	22,5	17,3
Tasas de crecimiento												
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2023 II TR	0,4	-9,3	-8,0	85,8	-0,4	24,0	-0,6	-2,7	14,4	325,1	22,3	0,5
III TR	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,8	19,9	-1,2
IV TR	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 I TR <sup>9)</sup>	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
2023 Nov	-0,6	-10,9	-9,5	68,7	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	92,2	17,7	-0,9
Dic	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 Ene	-0,5	-9,9	-8,6	62,1	-4,3	19,8	-1,1	25,1	18,2	68,9	22,8	0,1
Feb	-0,4	-8,9	-7,8	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	0,1	18,2	0,4
Mar	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
Abr <sup>9)</sup>	-0,3	-7,0	-6,0	45,4	-4,2	15,7	0,0	78,5	17,8	-10,7	22,6	1,3

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.088,0	5.380,9	374,1	2.332,3	0,7	1.272,7	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	135,0	6,4	8.373,4	5.536,6	444,9	2.391,1	0,9	1.302,3	236,3	560,8
2023	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2023 II TR	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.362,5	5.310,2	701,6	2.349,9	0,8	1.186,6	229,1	564,9
III TR	3.322,7	2.438,9	737,1	131,9	14,8	8.350,5	5.205,0	847,5	2.297,1	0,8	1.217,0	212,6	565,7
IV TR	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 I TR <sup>(a)</sup>	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,0	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
2023 Nov	3.326,1	2.405,1	772,6	132,0	16,4	8.373,2	5.123,7	969,9	2.278,8	0,8	1.217,1	223,3	536,3
Dic	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 Ene	3.325,8	2.383,3	802,9	128,4	11,1	8.441,4	5.083,3	1.073,2	2.283,8	1,1	1.208,5	221,9	522,9
Feb	3.316,4	2.366,9	810,0	127,9	11,5	8.452,6	5.065,7	1.114,0	2.271,9	1,0	1.214,0	223,4	541,6
Mar	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,0	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
Abr <sup>(a)</sup>	3.348,0	2.385,9	824,8	126,8	10,7	8.486,2	5.058,2	1.159,7	2.267,4	1,0	1.248,1	209,9	515,4
<b>Operaciones</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 II TR	0,7	-91,7	90,6	-0,6	2,4	-19,1	-127,0	135,2	-27,1	-0,1	-37,7	-1,3	-10,7
III TR	-13,7	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,2	-110,6	149,3	-52,9	0,0	30,2	-17,3	0,6
IV TR	21,1	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 I TR <sup>(a)</sup>	-4,0	-46,0	45,8	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,3	-8,0	1,3
2023 Nov	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	23,6	-30,0	60,9	-7,4	0,1	20,3	13,4	-10,8
Dic	11,4	20,7	-4,7	-0,3	-4,2	52,3	-12,5	52,0	12,2	0,6	25,6	11,6	5,4
2024 Ene	-10,9	-42,1	34,3	-3,3	0,1	13,5	-28,6	49,7	-7,2	-0,3	-46,4	-13,2	-18,8
Feb	-9,1	-16,9	7,3	0,1	0,4	10,8	-17,7	40,6	-11,9	-0,1	8,2	1,3	18,7
Mar	16,0	12,9	4,1	-0,3	-0,7	7,7	-9,4	21,9	-4,9	0,1	29,9	3,9	1,5
Abr <sup>(a)</sup>	13,3	3,8	10,4	-0,8	-0,2	27,3	2,8	24,2	0,4	-0,1	2,6	-17,6	-27,7
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 II TR	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,4	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
III TR	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
IV TR	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 I TR <sup>(a)</sup>	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2023 Nov	-1,8	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,7	-4,4	-18,6	-8,7	-8,9	-5,1
Dic	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 Ene	-1,1	-11,2	49,6	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,7	-4,3	39,2	-5,3	-4,9	-7,3
Feb	-1,2	-10,5	42,3	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,3	-4,7	28,9	-1,7	-1,3	-6,0
Mar	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
Abr <sup>(a)</sup>	0,7	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,7	-4,3	9,0	1,9	-8,6	-8,6

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 euro<sup>1)</sup>

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda		
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
											Préstamos ajustados <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2021	6.531,5	994,3	5.535,4	14.805,5	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.576,9	888,1
2022	6.361,8	1.004,7	5.332,0	15.390,4	12.990,1	13.178,0	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,3	836,0
2023	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2023 II TR	6.275,3	986,6	5.263,3	15.431,0	12.986,7	13.208,0	5.127,0	6.636,1	1.081,1	142,5	1.575,0	869,3
III TR	6.212,1	989,2	5.197,9	15.435,4	12.984,0	13.192,8	5.114,7	6.635,7	1.096,5	137,2	1.576,9	874,6
IV TR	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2024 I TR	6.217,3	976,8	5.214,9	15.547,5	13.044,8	13.275,9	5.115,7	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,2	931,4
2023 Nov	6.226,7	986,0	5.215,5	15.474,0	13.035,7	13.237,3	5.118,3	6.654,4	1.129,0	134,1	1.560,4	877,9
Dic	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2024 Ene	6.249,9	984,4	5.240,1	15.498,6	13.004,6	13.240,7	5.110,5	6.634,7	1.125,2	134,1	1.584,3	909,7
Feb	6.210,2	982,6	5.202,1	15.527,6	13.028,1	13.262,5	5.113,2	6.638,2	1.140,6	136,1	1.581,9	917,5
Mar	6.217,3	976,8	5.214,9	15.547,5	13.044,8	13.275,9	5.115,7	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,2	931,4
Abr	6.208,5	972,7	5.210,2	15.536,4	13.059,1	13.292,9	5.112,2	6.641,7	1.168,2	137,0	1.557,5	919,8
	Operaciones											
2021	663,1	-0,9	673,6	562,7	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	77,7	9,2
2022	176,0	9,6	165,6	636,0	624,1	680,8	269,5	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,4
2023	-160,5	-16,8	-144,0	55,4	25,0	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 II TR	-75,1	-8,6	-67,0	7,0	-25,7	6,3	-5,1	-28,6	7,2	0,8	17,5	15,2
III TR	-18,2	1,6	-19,5	10,1	2,2	-9,4	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
IV TR	5,9	7,8	-2,2	39,1	46,6	69,4	10,1	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 I TR	-75,1	-16,4	-58,9	60,9	24,9	37,5	-4,1	-0,9	29,2	0,8	12,3	23,7
2023 Nov	-15,1	-2,1	-13,1	0,4	14,6	21,6	-3,9	11,2	8,2	-0,8	-6,7	7,5
Dic	36,4	9,0	27,3	6,1	-5,1	13,4	-11,3	-3,5	-17,8	4,9	-4,4	15,7
2024 Ene	-44,2	-8,8	-35,6	7,2	-28,0	-11,8	-14,1	-13,2	4,2	-4,9	27,0	8,3
Feb	-22,1	-2,0	-20,0	36,3	32,9	33,3	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
Mar	-8,8	-5,6	-3,3	17,3	20,1	16,0	4,3	7,6	4,5	3,6	-13,4	10,6
Abr	13,3	-3,5	16,7	-4,6	14,0	17,8	-3,9	-1,5	22,2	-2,8	-12,5	-6,1
	Tasas de crecimiento											
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,1	1,0
2022	2,7	1,0	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 II TR	-2,5	-2,3	-2,5	1,6	1,4	2,0	2,5	1,1	0,8	-12,2	1,0	4,4
III TR	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,2	-13,9	1,6	5,0
IV TR	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 I TR	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,2	-1,2	0,5	7,2
2023 Nov	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
Dic	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 Ene	-2,5	-1,1	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	3,0	-9,1	1,3	6,4
Feb	-2,8	-1,3	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,2	5,8	-7,7	1,6	6,2
Mar	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,2	-1,2	0,5	7,2
Abr	-1,9	-0,8	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,1	-0,2	8,6	-4,5	-0,5	5,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	Préstamos ajustados <sup>4)</sup> 2	3	4	5	6	Préstamos ajustados <sup>4)</sup> 7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2021	4.864,8	4.995,5	885,0	1.005,2	2.974,6	6.372,6	6.637,5	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.129,8	5.130,8	962,7	1.077,6	3.089,6	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,7	700,2
2023	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2023 II TR	5.127,0	5.137,8	922,0	1.088,2	3.116,8	6.636,1	6.869,6	726,0	5.209,8	700,3
III TR	5.114,7	5.123,3	911,5	1.085,4	3.117,8	6.635,7	6.867,1	731,6	5.212,7	691,3
IV TR	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 I TR	5.115,7	5.132,8	888,0	1.088,6	3.139,0	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
2023 Nov	5.118,3	5.129,6	904,6	1.087,5	3.126,1	6.654,4	6.868,5	732,1	5.233,4	688,9
Dic	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 Ene	5.110,5	5.128,0	889,9	1.093,8	3.126,9	6.634,7	6.869,4	734,7	5.216,4	683,7
Feb	5.113,2	5.130,4	890,8	1.090,6	3.131,8	6.638,2	6.871,8	736,7	5.220,3	681,2
Mar	5.115,7	5.132,8	888,0	1.088,6	3.139,0	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
Abr	5.112,2	5.128,1	876,3	1.088,1	3.147,8	6.641,7	6.875,2	741,1	5.223,8	676,8
<b>Operaciones</b>										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,5	309,2	78,0	77,4	114,1	241,9	250,3	23,3	217,8	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,8	10,6	27,9	7,8	25,7	18,9	9,9	-21,1
2023 II TR	-5,1	-0,1	-9,6	-2,9	7,5	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
III TR	-8,6	-10,4	-10,8	-3,3	5,5	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
IV TR	10,1	30,3	4,0	5,4	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 I TR	-4,1	-2,0	-19,8	-1,2	16,9	-0,9	9,8	9,4	-5,2	-5,0
2023 Nov	-3,9	12,9	-1,8	-2,4	0,3	11,2	3,4	1,5	9,0	0,7
Dic	11,3	16,7	6,7	4,6	0,0	-3,5	-0,4	2,0	-3,7	-1,9
2024 Ene	-14,1	-12,9	-18,8	1,8	2,9	-13,2	3,5	1,1	-12,4	-1,8
Feb	5,7	6,2	2,1	-2,4	5,9	4,7	4,0	2,5	4,5	-2,3
Mar	4,3	4,7	-3,1	-0,7	8,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,9
Abr	-3,9	-4,1	-8,1	-2,1	6,2	-1,5	2,6	-0,4	1,4	-2,5
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	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	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 II TR	2,5	3,1	-1,8	6,3	2,5	1,1	1,7	2,6	1,3	-1,7
III TR	-0,4	0,2	-8,8	2,2	1,4	0,3	0,8	2,8	0,3	-2,5
IV TR	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 I TR	-0,2	0,4	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2023 Nov	-0,7	0,0	-8,0	1,4	0,9	0,2	0,5	2,6	0,4	-2,9
Dic	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Ene	-0,5	0,2	-5,8	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
Feb	-0,3	0,3	-4,5	0,1	0,8	-0,2	0,3	2,8	-0,2	-3,1
Mar	-0,2	0,4	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Abr	-0,1	0,3	-3,9	-0,6	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-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 titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
Saldos vivos										
2021	736,1	6.884,3	1.838,9	37,1	1.999,0	3.009,3	1.376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6.755,7	1.783,1	45,9	2.121,8	2.804,8	1.333,4	387,1	137,2	147,2
2023	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2023 II TR	484,9	6.985,1	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,9	1.461,0	293,8	169,0	172,6
III TR	455,9	7.144,7	1.824,6	72,9	2.367,0	2.880,2	1.633,3	314,0	153,8	163,3
IV TR	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2024 I TR <sup>3)</sup>	399,4	7.464,6	1.828,5	105,2	2.502,4	3.028,5	2.045,5	243,1	178,0	174,2
2023 Nov	407,5	7.273,8	1.827,9	83,7	2.414,0	2.948,2	1.793,9	188,7	170,4	162,0
Dic	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2024 Ene	457,2	7.377,6	1.829,9	96,9	2.447,4	3.003,3	1.961,6	217,3	165,7	159,7
Feb	438,6	7.366,3	1.828,1	101,7	2.464,0	2.972,5	1.941,7	244,6	165,4	173,4
Mar	399,4	7.464,6	1.828,5	105,2	2.502,4	3.028,5	2.045,5	243,1	178,0	174,2
Abr <sup>3)</sup>	438,2	7.508,0	1.826,6	107,9	2.531,7	3.041,8	2.172,1	235,6	163,6	177,4
Operaciones										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	62,1	-89,0	-4,4	15,5	140,0	-68,3	-174,8	10,4	18,0
2023	-193,7	332,2	24,7	40,1	225,3	42,1	459,0	-191,4	19,7	9,0
2023 II TR	-88,7	96,8	13,8	6,1	61,8	15,1	90,0	-75,1	16,8	6,7
III TR	-29,1	96,4	16,9	11,4	44,9	23,2	130,4	-59,7	-13,3	-6,0
IV TR	5,4	61,3	-11,3	17,6	60,0	-5,0	176,1	-6,9	1,2	-10,7
2024 I TR <sup>3)</sup>	-61,5	107,0	4,9	14,7	94,3	-6,8	133,8	-18,6	25,6	21,5
2023 Nov	-32,5	16,5	-4,9	6,0	16,7	-1,4	64,7	-24,8	7,3	10,7
Dic	53,8	12,3	-2,0	6,8	19,2	-11,7	52,9	98,3	-15,4	-9,4
2024 Ene	-3,7	61,8	2,7	6,4	38,3	14,5	105,9	-53,9	10,7	7,0
Feb	-18,6	12,4	1,8	4,7	14,8	-8,9	-11,9	21,7	2,3	13,7
Mar	-39,2	32,8	0,4	3,5	41,2	-12,4	39,7	13,6	12,5	0,8
Abr <sup>3)</sup>	38,5	24,0	-1,8	2,7	23,3	-0,2	103,7	-32,6	-14,4	3,2
Tasas de crecimiento										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,9	-4,8	-13,0	0,6	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 II TR	-37,5	3,6	-2,2	25,1	8,7	3,2	-	-	1,8	10,3
III TR	-30,2	4,9	1,4	48,8	10,4	2,3	-	-	5,6	14,2
IV TR	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 I TR <sup>3)</sup>	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
2023 Nov	-40,3	5,3	1,3	68,5	10,3	2,8	-	-	7,4	-2,7
Dic	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Ene	-20,1	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
Feb	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,5	1,4	-	-	10,0	11,0
Mar	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
Abr <sup>3)</sup>	-23,4	5,1	0,4	89,7	12,4	0,8	-	-	9,6	11,8

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

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	
2020	46,5	46,0	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,7	6,0	1,5	25,3	4,6
2021	47,1	46,3	13,2	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	47,0	46,2	13,5	12,9	14,8	0,8	50,6	45,3	9,9	5,9	1,7	22,8	5,3
2023	46,5	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,1	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
2023 I TR	46,7	45,9	13,4	12,8	14,7	0,8	50,4	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,3
II TR	46,5	45,7	13,4	12,7	14,7	0,8	50,5	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,4
III TR	46,4	45,6	13,4	12,6	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
IV TR	46,4	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,0	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4

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
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,3	39,1	42,9	11,2	86,0	18,8	31,0	47,5	95,6	1,7
2021	94,8	3,0	13,9	77,9	54,9	41,3	39,9	9,9	84,9	17,4	30,3	47,2	93,3	1,4
2022	90,8	2,7	13,2	74,9	53,1	40,2	37,7	8,8	82,0	16,3	28,8	45,7	89,9	1,0
2023	88,6	2,5	12,2	73,9	49,9	36,6	38,7	8,0	80,5	15,4	28,4	44,7	87,8	0,8
2023 I TR	90,6	2,5	12,8	75,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
II TR	90,1	2,5	12,4	75,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
III TR	89,6	2,5	12,2	74,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV TR	88,6	2,5	12,2	73,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

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

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

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	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
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	0,4	1,9	1,9	0,1	0,5	
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5	
2023	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2023 II TR	12,8	11,5	3,4	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1	
III TR	13,0	11,7	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5	
IV TR	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024 I TR	13,0	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5	
2023 Nov	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8	
Dic	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024 Ene	12,5	11,2	3,9	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1	
Feb	12,6	11,2	4,3	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,2	2,0	1,4	3,7	2,3	
Mar	13,0	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5	
Abr	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,2	2,1	1,5	3,7	2,6	

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										
2020	-9,0	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 I TR	-4,0	-2,9	-1,3	1,9	-2,8	-4,4	-4,8	-0,1	-8,5	3,1
II TR	-3,8	-3,3	-1,8	1,9	-2,7	-4,6	-5,3	-0,5	-8,3	3,0
III TR	-3,9	-3,2	-2,3	1,6	-1,4	-4,5	-5,5	-0,3	-7,7	3,1
IV TR	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
Deuda de las AAPP										
2020	111,9	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,9	86,1	155,0	114,9
2021	107,9	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	113,0	77,5	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,7	111,6	111,9	67,8	140,5	85,6
2023	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
2023 I TR	106,3	65,6	17,3	43,5	169,4	111,2	112,5	68,6	139,3	82,9
II TR	105,6	64,6	18,5	43,1	167,2	111,2	112,0	65,8	140,1	84,9
III TR	107,6	64,7	18,2	43,5	165,6	109,8	112,0	63,9	137,9	79,0
IV TR	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
	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										
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,3	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,5	-7,6	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,6	-0,3	-5,5	-0,1	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,4
2023	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
2023 I TR	-4,3	-1,0	-0,9	-4,8	-0,4	-3,0	0,1	-3,0	-2,3	-0,4
II TR	-3,0	-1,1	-1,0	-4,3	-0,5	-3,4	0,0	-2,8	-2,8	-1,3
III TR	-3,3	-0,9	-1,0	-3,7	-0,4	-3,2	0,4	-2,8	-3,4	-2,0
IV TR	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
Deuda de las AAPP										
2020	42,7	46,2	24,6	52,2	54,7	82,9	134,9	79,6	58,8	74,7
2021	44,4	43,4	24,5	53,9	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,6
2022	41,8	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,5	57,7	73,5
2023	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8
2023 I TR	43,7	38,0	28,4	51,6	48,3	80,1	112,3	72,2	57,9	73,6
II TR	40,1	38,1	28,3	49,8	46,9	78,5	110,0	70,7	59,5	74,5
III TR	42,0	37,4	25,8	49,6	45,8	78,3	107,5	71,8	58,4	74,3
IV TR	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8

Fuentes: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2024

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 5 de junio de 2024.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-24-004-ES-N (edición electrónica)