



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 6/2024



# 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	31
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	37
6 Evolución de las finanzas públicas	43
<b>Recuadros</b>	<b>47</b>
1 Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos: evolución a corto y largo plazo	47
2 Inclusión de la naturaleza en la actividad económica de la zona del euro	53
3 Causas de la persistencia del pesimismo de los hogares de la zona del euro y sus implicaciones para el consumo privado	58
4 Resultados de una encuesta a empresas líderes sobre las tendencias del mercado de trabajo y la adopción de la IA generativa	63
5 La evolución reciente de los salarios y el papel de la deriva salarial	69
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 17 de abril y el 23 de julio de 2024	75
7 Evolución monetaria y crediticia en la zona del euro y su comparación con Estados Unidos	82
<b>Artículos</b>	<b>91</b>
1 Retos pasados y futuros para la competitividad exterior de la zona del euro	91
2 Impactos económicos y financieros de la degradación de la naturaleza y de la pérdida de biodiversidad	92
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 12 de septiembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió reducir en 25 puntos básicos el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, el tipo de interés mediante el que guía la orientación de la política monetaria. Sobre la base de la evaluación actualizada del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, resultó apropiado dar un paso más en la moderación del grado de restricción de la política monetaria.

Los datos de inflación recientes han sido, en conjunto, acordes con lo esperado, y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2024 confirman las perspectivas de inflación anteriores. Los expertos del BCE prevén 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, igual que en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2024. Se espera que la inflación vuelva a aumentar en el tramo final de este año, debido en parte a que los acusados descensos anteriores de los precios de la energía desaparecerán de las tasas anuales. Posteriormente, la inflación debería disminuir hacia el objetivo del Consejo de Gobierno en la segunda mitad del próximo año. En relación con la inflación subyacente, las proyecciones para 2024 y 2025 se han revisado ligeramente al alza, dado que la inflación de los servicios ha sido más alta de lo previsto. Al mismo tiempo, los expertos del BCE siguen esperando un rápido descenso de la inflación subyacente, desde el 2,9 % este año hasta el 2,3 % en 2025 y el 2,0 % en 2026.

La inflación interna sigue siendo alta, ya que los salarios continúan subiendo a un ritmo elevado. Sin embargo, las presiones sobre los costes laborales se están moderando, y los beneficios están amortiguando parcialmente el impacto de las subidas salariales sobre la inflación. Las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, y la actividad económica es aún contenida, como reflejo de la debilidad del consumo privado y de la inversión. Los expertos del BCE proyectan una tasa de crecimiento económico del 0,8 % en 2024, que aumentará hasta el 1,3 % en 2025 y el 1,5 % en 2026, lo que representa una ligera revisión a la baja respecto a las proyecciones de junio, debida fundamentalmente a una menor contribución de la demanda interna en los próximos trimestres.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo, y mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr ese objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En

particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La economía creció un 0,2 % en el segundo trimestre, tras el 0,3 % registrado en el primero, por debajo de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024. El crecimiento procedió principalmente de la demanda exterior neta y del gasto público. La demanda interna privada se debilitó debido al descenso del consumo de los hogares, de la inversión empresarial y de la inversión en vivienda. Aunque los servicios apoyaron el crecimiento, la contribución de la industria y la construcción fue negativa. Según los indicadores de opinión, la recuperación sigue enfrentándose a factores adversos.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. La tasa de desempleo permaneció prácticamente sin cambios en el 6,4 % en julio. Paralelamente, el crecimiento del empleo se ralentizó hasta el 0,2 % en el segundo trimestre, desde el 0,3 % registrado en el primero. Los últimos indicadores de opinión apuntan a que la demanda de empleo continuará moderándose, y la tasa de vacantes ha caído hasta niveles más próximos a los anteriores a la pandemia.

Los indicadores más recientes sugieren que el crecimiento continuará a corto plazo, aunque a un ritmo más lento que el esperado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024. La renta real disponible debería seguir aumentando, respaldada por un sólido crecimiento de los salarios. Esto, junto con una mejora gradual de la confianza, sustentaría una recuperación impulsada por el consumo. Sin embargo, el impulso procedente del consumo es algo más débil de lo previsto en las proyecciones de junio, y los últimos datos y encuestas recientes apuntan a que la confianza de los consumidores sigue siendo baja y a que la intención de ahorro de los hogares es elevada. Los datos recientes sobre inversión empresarial también sugieren un ritmo de crecimiento más débil. No obstante, la demanda interna se verá respaldada por la desaparición de los anteriores efectos del endurecimiento de la política monetaria y por el supuesto de una relajación continuada de las condiciones de financiación acorde con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. Asimismo, el crecimiento proyectado de la demanda externa apoya las perspectivas sobre las exportaciones de la zona del euro. Se considera que el mercado de trabajo mantendrá su resiliencia y se espera que la tasa de desempleo continúe en niveles históricamente bajos. A medida que algunos de los factores cíclicos que frenaron el crecimiento de la productividad en el pasado reciente desaparezcan, la productividad repuntará previsiblemente durante el período analizado. En conjunto, se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,8 % en 2024 y que aumente hasta el 1,3 % en 2025 y el 1,5 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2024, las

perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para cada año del horizonte de proyección.

Las políticas fiscales y estructurales deberían orientarse a mejorar la productividad y la competitividad de la economía, lo que contribuiría a aumentar el crecimiento potencial y reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. El informe de Mario Draghi sobre el futuro de la competitividad europea y el de Enrico Letta sobre el fortalecimiento del mercado único subrayan la necesidad urgente de reformas y presentan propuestas concretas para lograrlo. Aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE ayudará a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Los Gobiernos deberían dar ahora pasos decididos en esa dirección en sus planes fiscales y estructurales a medio plazo.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual descendió hasta el 2,2 % en agosto, desde el 2,6 % registrado en julio. Los precios de la energía se redujeron a un ritmo anual del 3,0 %, tras la subida del 1,2 % observada el mes anterior. La inflación de los precios de los alimentos se incrementó ligeramente, situándose en el 2,4 % en agosto. La inflación de los bienes y la inflación de los servicios se movieron en direcciones opuestas. La de los bienes se redujo hasta el 0,4 %, desde el 0,7 % de julio, mientras que la de los servicios aumentó hasta el 4,2 % desde el 4,0 %.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron prácticamente sin cambios en julio. La inflación interna se redujo ligeramente, situándose en el 4,4 % desde el 4,5 % registrado en junio, con fuertes presiones sobre los precios procedentes principalmente de los salarios. El crecimiento de los salarios negociados seguirá siendo elevado y volátil durante el resto del año dados el importante papel de los pagos extraordinarios en algunos países y la naturaleza escalonada de los ajustes salariales. Al mismo tiempo, el avance general de los costes laborales se está moderando. El crecimiento de la remuneración por asalariado registró el cuarto descenso consecutivo y se situó en el 4,3 % en el segundo trimestre, y la previsión de los expertos del BCE es que volverá a reducirse considerablemente el próximo año. Pese a la debilidad de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios perdió fuerza en el segundo trimestre, situándose en el 4,6 %, tras el 5,2 % del primer trimestre. Los expertos del BCE esperan que el crecimiento de los costes laborales unitarios siga bajando durante el horizonte de las proyecciones debido al avance más lento de los salarios y a la recuperación de la productividad. Por último, los beneficios continúan compensando en parte los efectos inflacionistas del aumento de los costes laborales.

El proceso de desinflación debería verse respaldado por el descenso de las presiones procedentes de los costes laborales y por la transmisión gradual de los efectos del anterior endurecimiento de la política monetaria a los precios de consumo. La mayoría de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

se sitúan en torno al 2 %, y los indicadores de mercado han bajado hasta acercarse más a ese nivel desde la reunión del Consejo de Gobierno del 18 de julio de 2024.

Tras su reciente moderación, se prevé que la inflación general aumente ligeramente en el último trimestre de este año y que siga descendiendo hasta situarse en el objetivo de inflación a finales de 2025. La subida esperada a corto plazo se debe, en gran medida, a efectos de base de la energía. 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 los precios de las materias primas energéticas y en los mercados mayoristas, así como las medidas fiscales previstas en relación con el cambio climático. En los últimos trimestres se ha observado un fuerte descenso de la inflación de los alimentos, ya que las presiones latentes se han suavizado debido a la disminución de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias. Se espera que la inflación de los alimentos se mantenga prácticamente estable y que continúe moderándose a partir de finales de 2025. Se estima que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, permanecerá por encima de la inflación general durante casi todo el horizonte de proyección, pero que continuará su trayectoria desinflacionista. La inflación de los servicios se ha mantenido persistentemente alta en los últimos meses. No obstante, todavía se espera un descenso gradual más adelante en el horizonte de las proyecciones, dada la disminución del crecimiento de los salarios y de otras presiones sobre los costes, mientras el impacto retardado del anterior endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose a los precios de consumo. En los últimos trimestres, el crecimiento de los salarios nominales ha comenzado a disminuir desde niveles elevados y más de lo previsto anteriormente. Se espera una moderación gradual adicional del avance de los salarios en los próximos años, a medida que continúen desapareciendo los efectos alcistas derivados de las presiones relacionadas con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado. La recuperación del crecimiento de la productividad debería apoyar la relajación de las presiones sobre los costes laborales. Además, el avance de los beneficios ha disminuido notablemente y amortiguará, en parte, la transmisión de los costes laborales a los precios, especialmente a corto plazo. En conjunto, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, la inflación general media anual se reducirá desde el 5,4 % en 2023 hasta el 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024, las perspectivas de inflación general se mantienen sin cambios. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, ha sido ligeramente más alta de lo esperado en los últimos meses, lo que se traduce en pequeñas revisiones al alza para 2024 y 2025.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. Un descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro, debido, por ejemplo, a un debilitamiento de la economía mundial o a una escalada de las tensiones comerciales entre las principales economías, lastraría 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, que podrían 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 retardados del endurecimiento 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 de los costes de los fletes a corto plazo, y causar interrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían incrementar los precios de los alimentos. En cambio, la inflación podría 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 bajado de forma acusada desde la reunión del Consejo de Gobierno del 18 de julio de 2024, debido principalmente a unas perspectivas de crecimiento mundial más débiles y a una menor preocupación por las presiones inflacionistas. Las tensiones en los mercados internacionales observadas durante el verano se tradujeron en un endurecimiento temporal de las condiciones de financiación en los segmentos de mercado con mayor riesgo.

En conjunto, los costes de financiación siguen siendo restrictivos dado que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales por parte del Consejo de Gobierno continúan avanzando a lo largo de la cadena de transmisión. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas se mantuvieron en niveles elevados en julio, en el 5,1 % y el 3,8 %, respectivamente.

El crecimiento del crédito sigue siendo lento en un entorno de debilidad de la demanda. El crédito bancario a las empresas creció a una tasa interanual del 0,6 % en julio, ligeramente inferior a la de junio, y el crecimiento de los préstamos a hogares repuntó hasta el 0,5 %. El agregado monetario amplio, medido por M3, creció a un ritmo del 2,3 % en julio, el mismo que en junio.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión del 12 de septiembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió reducir en 25 puntos básicos el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, el tipo de interés mediante el que guía la orientación de la política monetaria. Asimismo, como se anunció el 13 de marzo de 2024 tras la revisión del marco operativo, el diferencial

entre el tipo interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés de la facilidad de depósito se fijó en 15 puntos básicos. El diferencial entre el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo sin cambios en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo hasta el 3,50 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se recortaron hasta el 3,65 % y el 3,90 %, respectivamente. Estos cambios tuvieron efecto a partir del 18 de septiembre de 2024.

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

El Eurosistema ha dejado de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que van venciendo, lo que está reduciendo la cartera del programa en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

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

## Conclusión

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

## 1 Entorno exterior

*El crecimiento global fue sólido en el segundo trimestre de 2024 y se prevé que se mantenga estable en el tercero. Con todo, los últimos datos apuntan a que la producción manufacturera se está desacelerando mientras la política monetaria aún es restrictiva. Estas señales, junto con las elevadas tensiones geopolíticas y la volatilidad en los mercados financieros, indican que los factores adversos para el crecimiento pueden intensificarse a corto plazo. Las perspectivas de crecimiento e inflación a escala mundial reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024 prácticamente no han variado con respecto a las de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de este año. Se prevé que el comercio internacional se recupere este año y que avance más en línea con la actividad económica global posteriormente. Para 2024, el comercio mundial se ha revisado ligeramente al alza con el fin de reflejar los resultados más positivos del segundo trimestre, pero las perspectivas a corto plazo recogidas en las proyecciones de septiembre sugieren que la fuerte expansión observada en el citado trimestre no será sostenida. Se espera que la inflación en las principales economías avanzadas y emergentes disminuya de forma paulatina a lo largo del horizonte de proyección.*

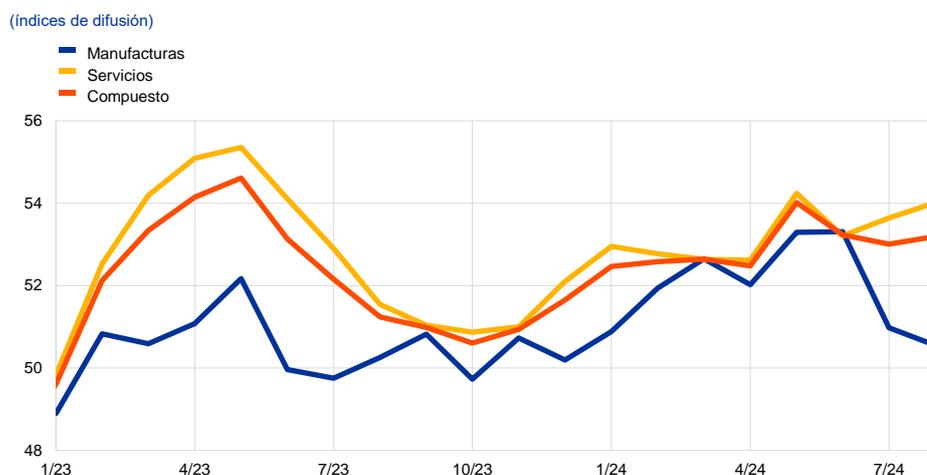
**El ritmo de crecimiento mundial continúa siendo positivo, pero los factores adversos pueden intensificarse a corto plazo.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) repuntó hasta situarse en 53,2 en agosto, desde un valor de 53 en julio. Esta evolución se vio respaldada por unos niveles superiores a la media del índice de actividad de los servicios, mientras que la producción del sector manufacturero descendió hasta situarse justo por encima del valor neutral (gráfico 1)<sup>1</sup>. Este descenso se debió a una pronunciada ralentización de la actividad de las manufacturas en Estados Unidos en agosto, mientras que, en China, la producción de este sector mejoró ligeramente ese mes, tras el fuerte retroceso observado el mes anterior. Los datos cuantitativos y cualitativos más recientes sugieren que el ciclo de la producción industrial mundial se está desacelerando en un contexto de políticas monetarias todavía restrictivas y de moderación del avance de los salarios. Estas señales, junto con las fuertes tensiones geopolíticas y la reciente volatilidad que se ha registrado en los mercados financieros internacionales, indican que los factores adversos para el crecimiento mundial pueden intensificarse a corto plazo. Se estima que, en el segundo trimestre, el PIB mundial aumentó un 0,7 %, algo por debajo del ritmo del primer trimestre. No obstante, aún era acorde con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio y se prevé que se mantenga estable en el tercer trimestre.

---

<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 de actividad global



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

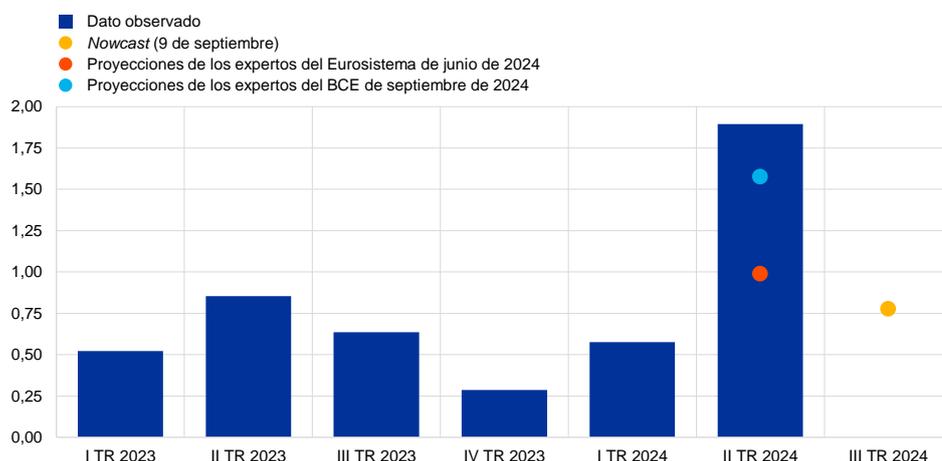
**Se espera que el crecimiento mundial se expanda a un ritmo moderado, prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones de junio.** Tras aumentar un 3,5 % en 2023, se prevé que el PIB real mundial crezca un 3,4 % tanto en 2024 como en 2025, y un 3,3 % en 2026. Esta leve desaceleración del crecimiento durante el horizonte de proyección refleja el impacto de la desaparición de los factores favorables para el gasto en consumo en un entorno de orientación aún restrictiva de las políticas monetarias en los primeros años del horizonte, de aumento de las tensiones geopolíticas y de elevada incertidumbre sobre las políticas económicas. En comparación con las proyecciones de junio, el incremento del PIB real mundial se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales durante todo el horizonte considerado. Esta previsión se debe a una expansión algo más vigorosa en las economías emergentes en 2024, así como a un mayor avance de la economía estadounidense en 2025 y 2026. Esto último está relacionado con los efectos positivos de unas cifras netas de migración más elevadas de lo esperado anteriormente y con el supuesto de que se prorrogarán los recortes impositivos aprobados en 2017 para los hogares con rentas más bajas, ya que esta propuesta aparece en los programas electorales de los dos candidatos presidenciales.

**El comercio internacional registró un crecimiento considerable en el segundo trimestre, en un contexto de adelanto de las importaciones de bienes en las economías avanzadas.** Las importaciones mundiales se incrementaron un 1,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, más del triple del ritmo observado a comienzos de este año y muy por encima de las proyecciones de junio. Este vigoroso crecimiento se vio respaldado por el adelanto de las importaciones procedentes de China y de otras economías emergentes de Asia por parte de las economías avanzadas. Los datos mensuales sobre el comercio indican que las empresas repusieron existencias para la temporada de Navidad unas seis semanas antes que en un año típico, probablemente como consecuencia del temor a la reaparición de cuellos de botella en la oferta y al recrudecimiento de las tensiones comerciales en un contexto de aumento de los riesgos geopolíticos. Aunque los

datos sobre los flujos comerciales globales siguen siendo intrínsecamente volátiles, las proyecciones de septiembre sugieren que este sólido crecimiento no se mantendrá a corto plazo, conforme se vaya disipando el impacto del adelanto de las importaciones<sup>2</sup>. Esta previsión es acorde 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). Más concretamente, la debilidad de los pedidos exteriores que señalan las encuestas PMI, así como las estimaciones sobre facturación del comercio basadas en los movimientos de buques, apuntan a una desaceleración de los intercambios comerciales en el tercer trimestre. No obstante, la normalización del ciclo de existencias y una composición más favorable de la demanda aún deberían respaldar la evolución del comercio hacia finales del año.

## Gráfico 2 Importaciones mundiales

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Fuentes nacionales (a través de Harver 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 agosto de 2024 para la predicción a muy corto plazo.

**Se prevé que el comercio mundial se recupere este año y que crezca más en línea con la actividad económica global durante el resto del horizonte de proyección.** Tras un período en el que la evolución del crecimiento se mostró débil, en un contexto de rotación de la demanda hacia los servicios en detrimento de los bienes posterior a la pandemia, el comercio internacional repuntó en torno al cambio de año, y el adelanto de las importaciones en las economías avanzadas en el segundo trimestre contribuyó a esta recuperación. En conjunto, se prevé que el avance de las importaciones mundiales alcance el 3,1 % este año, es decir, 0,5 puntos porcentuales por encima de las proyecciones de junio. Esto se debe principalmente a un mayor dinamismo en el segundo trimestre, mientras que el crecimiento intertrimestral se mantendría sin cambios en el segundo semestre de

<sup>2</sup> Si el adelanto de las compras efectuadas por las empresas fuese suficiente para atender la demanda de los consumidores, el comercio global también podría debilitarse en el corto plazo.

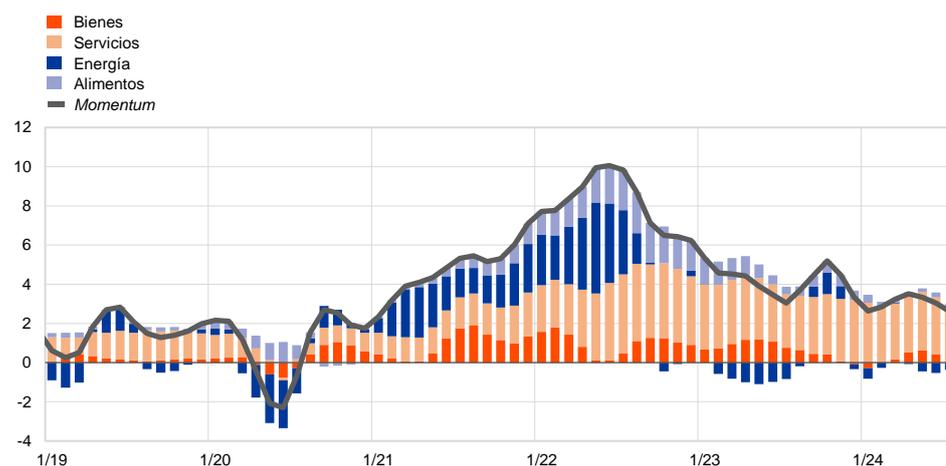
2024. Las importaciones mundiales crecerían hasta el 3,4 % en 2025 y el 3,3 % en 2026.

**Los últimos datos sugieren que la desinflación gradual se reanuda, pese a que la inflación aumentó ligeramente en julio.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) se situó en el 3 % en julio, desde el 2,8 % registrado en junio<sup>3</sup>. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) también experimentó un leve incremento en julio, hasta el 3,2 %, frente al 3,1 % de junio. La dinámica (*momentum*) más débil 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 desinflación en los países de la OCDE se reanuda en el corto plazo (gráfico 3), sostenida por el enfriamiento en curso de los mercados de trabajo en las principales economías.

### Gráfico 3

#### Dinámica (*momentum*) de la inflación general medida por el IPC 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 a la dinámica 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 julio de 2024.

**Los precios del petróleo han descendido desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los precios europeos del gas han aumentado.** Los precios del Brent han caído casi un 10 % en comparación con los niveles observados cuando se celebró la última reunión del Consejo de Gobierno. Esto es atribuible a una combinación de factores que incluyen, por el lado de la demanda, la caída de las importaciones de crudo por parte de China hasta los niveles más bajos registrados en años, debido a la debilidad de la actividad económica. La percepción negativa de los riesgos a raíz de las ventas masivas en los mercados a principios de agosto también contribuyó a reducir los precios del crudo, mientras que las noticias

<sup>3</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 5,4 % en julio de 2024 (5,6 % en junio) y en el 5,4 % en julio de 2024 (5,9 % en junio), respectivamente.

sobre el suministro relacionadas con las tensiones en Oriente Próximo y las interrupciones de la producción en los yacimientos petrolíferos libios también presionaron al alza los precios del crudo. Los precios europeos del gas se incrementaron un 17,7 % en respuesta a las preocupaciones geopolíticas. Entre ellas se incluyen la escalada de las tensiones en Oriente Próximo y la incursión de tropas ucranianas en territorio ruso. Esto último suscitó temores entre los inversores sobre posibles interrupciones del suministro en la ruta ucraniana de tránsito de gas.

**En Estados Unidos, la actividad económica aún es vigorosa en un contexto de ajuste del mercado de trabajo y de descenso gradual de la inflación.** El PIB real aumentó un 0,7 % en el segundo trimestre, respaldado por la fortaleza de la demanda interna y de las existencias, que compensó con creces el lastre procedente del acusado incremento de las importaciones. La solidez del gasto en consumo sostuvo la actividad. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un crecimiento sostenido, aunque ligeramente decreciente, en el corto plazo, sin señales de una recesión inminente. Los temores de los mercados a una posible recesión se agudizaron en agosto tras la publicación del informe sobre el empleo en Estados Unidos de julio, y la volatilidad que se observó posteriormente en los mercados financieros internacionales ha disminuido desde entonces. Tanto las predicciones a muy corto plazo (*nowcasts*) de los expertos del BCE como las publicadas por los bancos regionales de la Reserva Federal señalan una leve desaceleración del crecimiento en el tercer trimestre, que es coherente con los efectos retardados de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal en la actividad económica. El mercado de trabajo estadounidense ha seguido moderándose, pero se mantuvo sólido, en general. El aumento del empleo en el sector no agrícola en agosto fue ligeramente inferior a las expectativas de los mercados y al incremento medio mensual de los doce meses anteriores. Al mismo tiempo, la tasa de paro registró un leve descenso, hasta el 4,2 %, mientras que la tasa de actividad se mantuvo estable. En agosto, la inflación general interanual medida por el IPC cayó algo más de lo esperado, hasta el 2,5 %, desde el 2,9 % de julio, el menor incremento desde marzo de 2021. En cambio, la inflación subyacente interanual medida por el IPC se situó en el 3,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio.

**La actividad económica está ralentizándose en China, mientras que las nuevas medidas de apoyo al sector inmobiliario aún no han estabilizado el mercado de la vivienda.** El crecimiento del PIB real se redujo de forma acusada en el segundo trimestre, hasta el 0,7 %, desde el 1,5 % del primer trimestre, ya que la desaceleración del sector inmobiliario fue un lastre para el gasto en consumo y el impulso procedente del programa de estímulo de finales de 2023 se disipó. La mayoría de los datos sobre la actividad en julio fueron débiles, pese a observarse ciertas señales positivas en algunos sectores manufactureros y en las exportaciones. El avance de las ventas del comercio al por menor fue escaso, mientras que la producción industrial siguió desacelerándose. Además, la inversión en activos fijos continuó siendo poco dinámica, al contraerse la inversión inmobiliaria, pese a que la inversión en manufacturas y en infraestructuras fue relativamente elevada. Las exportaciones siguieron siendo el principal motor del crecimiento, estimuladas por el descenso de los precios de exportación. El

crecimiento interanual de las exportaciones en términos nominales todavía fue vigoroso en julio, aunque se moderó más de lo esperado. Los fabricantes chinos registraron aumentos significativos de las exportaciones reales en todas las principales categorías de productos, ya que la caída de los precios de exportación contribuyó a su competitividad. El mercado inmobiliario sigue sin mostrar señales de haber tocado fondo y, por lo tanto, continúa constituyendo un lastre para el crecimiento, mientras que el nuevo paquete de medidas anunciado a mediados de mayo y las medidas adoptadas anteriormente aún tienen que surtir efecto. Habida cuenta de que las perspectivas de crecimiento son bastante decepcionantes, a las autoridades chinas les preocupa cada vez más no cumplir su objetivo de crecimiento de «alrededor del 5 %» y, el 30 de julio, el Politburó del Partido Comunista chino instó a que se adopten más medidas para apoyar el consumo. La inflación general medida por el IPC de ese país repuntó ligeramente en agosto, mientras que tanto la inflación subyacente medida por los precios de consumo como la tasa de variación de los precios de producción volvieron a disminuir. La atonía de la demanda interna, sobre todo del consumo privado, atribuible a factores adversos en el mercado inmobiliario y a la debilidad de los precios industriales, sugiere que las presiones inflacionistas en la economía china seguirán siendo moderadas.

**En el Reino Unido, el PIB real creció con fuerza en el segundo trimestre, mientras que la inflación aumentó.** El PIB real se incrementó un 0,6 % en el segundo trimestre de 2024 y se situó solo ligeramente por debajo del 0,7 % registrado en el primer trimestre. Después de sufrir una recesión técnica poco profunda el año pasado, la economía del Reino Unido experimentó un repunte sorprendentemente sólido en el primer semestre de este año, impulsado por la demanda interna. Las importaciones, en particular las procedentes de economías emergentes, crecieron a un ritmo vigoroso, posiblemente como consecuencia de un adelanto que también se observa a escala mundial. Se espera que el ritmo de avance se modere en el segundo semestre de este año. Pese a la fortaleza actual de la actividad, se prevé que el crecimiento disminuya debido al mantenimiento de unas políticas fiscal y monetaria restrictivas. El nuevo Gobierno laborista se ha comprometido a seguir unas reglas fiscales duraderas, lo que limita el margen de que dispone para estimular la demanda. Por el lado monetario, los tipos de interés reales se han incrementado sustancialmente conforme la inflación se ha ido reduciendo hasta situarse en niveles próximos al objetivo fijado por el Banco de Inglaterra en los últimos meses. A pesar de estos factores adversos, están apareciendo algunos riesgos al alza derivados de la continuada capacidad de resistencia de los hogares y las empresas. Dado que la tasa de ahorro aún sigue aumentando y que los salarios reales continúan creciendo, respaldados por el vigoroso avance de los salarios y solo ligeros aumentos del desempleo, los hogares británicos podrían tener margen para incrementar el gasto pese a las políticas restrictivas. La inflación general medida por el IPC se incrementó hasta el 2,2 % en julio, desde el 2 % registrado en mayo y en junio. Este incremento se esperaba y reflejó la desaparición de los efectos de base negativos de los precios de la energía. La inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) se redujo desde el 3,5 % registrado en junio hasta el 3,3 % en julio, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios. La moderación de esta tasa fue mayor de lo esperado tanto por los

mercados como por el Banco de Inglaterra, y refleja, en parte, la desaparición gradual de los efectos de segunda vuelta derivados de los elevados precios de la energía. No obstante, persisten riesgos al alza para el proceso de desinflación, habida cuenta de que la rigidez de la inflación de los servicios ha sido mayor de lo previsto este año. En julio, el Banco de Inglaterra inició un ciclo de relajación con un enfoque dependiente de los datos recortando el tipo de interés oficial del 5,25 % al 5 %.

## 2 Actividad económica

*La economía creció un 0,2 % en el segundo trimestre, tras el 0,3 % registrado en el primero, por debajo de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024. La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento en el segundo trimestre, mientras que la demanda interna experimentó una contracción. La información más reciente apunta a una expansión continuada, aunque lenta, en el tercer trimestre de 2024. Los resultados de las encuestas a empresas mostraron un leve deterioro, acentuado por una disminución de la confianza en el mercado de trabajo. Por sectores, los servicios siguen liderando la recuperación, tras recibir un impulso significativo de las Olimpiadas de París en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el sector industrial muestra una debilidad persistente, tanto en la producción como en los pedidos, en un contexto de elevada incertidumbre. De cara al futuro, se espera que el PIB real continúe recuperándose conforme las rentas reales sigan aumentando, la demanda externa se fortalezca y los efectos moderadores de la política monetaria restrictiva desaparezcan. Se prevé que el incremento continuado de la renta real disponible apoye el consumo privado, que debería convertirse en el principal motor del crecimiento a partir de la segunda mitad de 2024. La resiliencia que aún muestra el mercado de trabajo, junto con la mejora gradual de la confianza de los consumidores y la reducción de la incertidumbre, también deberían respaldar el gasto de los hogares.*

*Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,8 % en 2024 y que aumente hasta el 1,3 % en 2025 y el 1,5 % en 2026<sup>4</sup>.*

**Según la última estimación de Eurostat, el PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2024, después de registrar un avance del 0,3 % en el trimestre anterior (gráfico 4).** La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento en el segundo trimestre, mientras que la aportación de la demanda interna fue negativa y la de la variación de existencias neutral. El aumento del valor añadido total estuvo impulsado íntegramente por los servicios, con caídas en la industria y en la construcción.

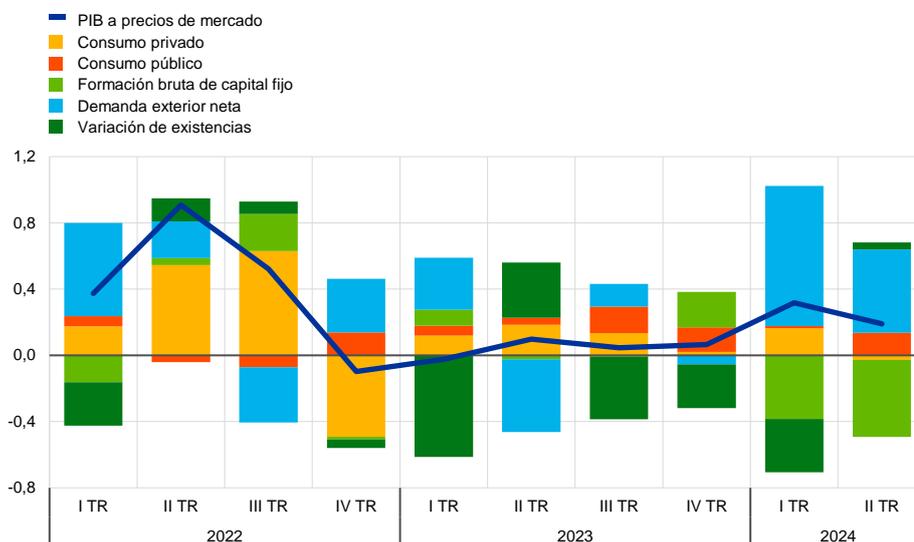
---

<sup>4</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2024.

## 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 segundo trimestre de 2024.

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

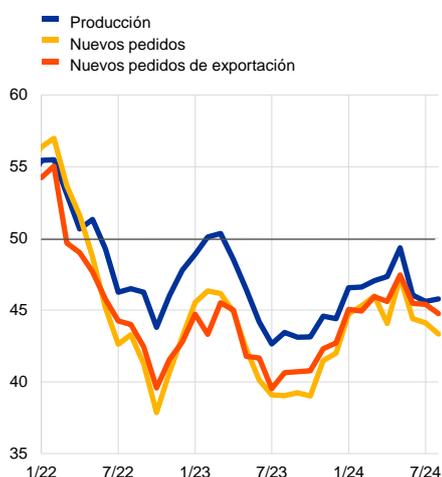
El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó, en promedio, en 50,6 en julio y agosto, frente a un valor de 51,6 en el segundo trimestre de 2024. Así pues, el índice, que sigue señalando crecimiento, ha resistido desde el inicio de su movimiento al alza en octubre de 2023, pese a descender recientemente. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en julio y agosto, poniendo fin a la trayectoria alcista que comenzó en el verano de 2023 (panel a del gráfico 5). El índice de nuevos pedidos, que debería ser más prospectivo, ha mostrado un patrón similar. En general, estos indicadores sugieren que la debilidad del sector industrial persistirá en el futuro, en un contexto de falta de dinamismo de la demanda de bienes y de impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria. Los datos del PMI de servicios, que hasta ahora han liderado la recuperación de la actividad, siguen apuntando a un crecimiento positivo tanto de la actividad como de los nuevos pedidos (panel b del gráfico 5). Este sector también se ha visto favorecido por el impulso del gasto en servicios intensivos en contacto generado por las Olimpiadas de París. La evolución del PMI sugiere que es probable que la reciente divergencia entre sectores continúe a corto plazo.

## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía

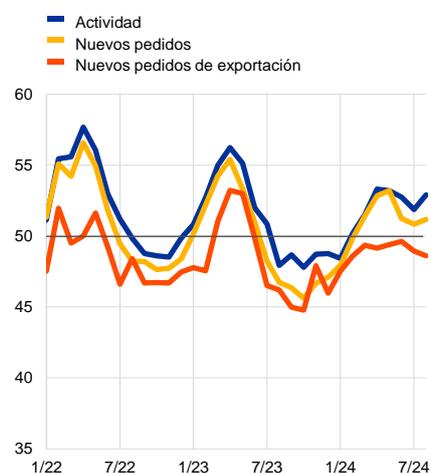
#### a) Manufacturas

(índices de difusión)



#### b) Servicios

(índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

#### El crecimiento del empleo se ralentizó en el segundo trimestre de 2024. El

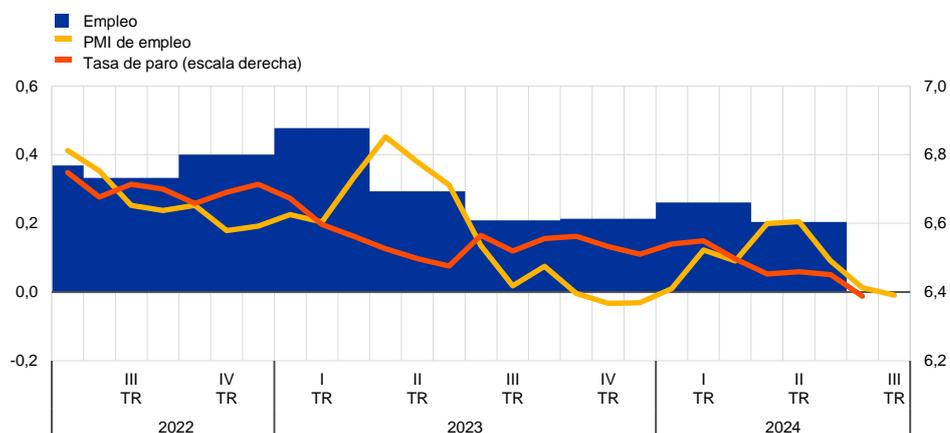
empleo creció un 0,2 % en ese trimestre (panel a del gráfico 6), principalmente por la expansión continuada, aunque más lenta, de la población activa. La productividad por persona ocupada y las horas medias trabajadas se mantuvieron estables en dicho período. La tasa de paro descendió marginalmente hasta situarse el 6,4 % en julio, desde el 6,5 % registrado en junio, debido a la disminución del número de desempleados y a la ralentización del crecimiento de la población activa. La demanda de trabajo se redujo ligeramente con respecto a los elevados niveles observados tras la pandemia, y la tasa de vacantes cayó hasta situarse en el 2,6 % en el segundo trimestre, 0,3 puntos porcentuales por debajo del trimestre anterior y más próxima al máximo que alcanzó antes de la pandemia.

## Gráfico 6

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

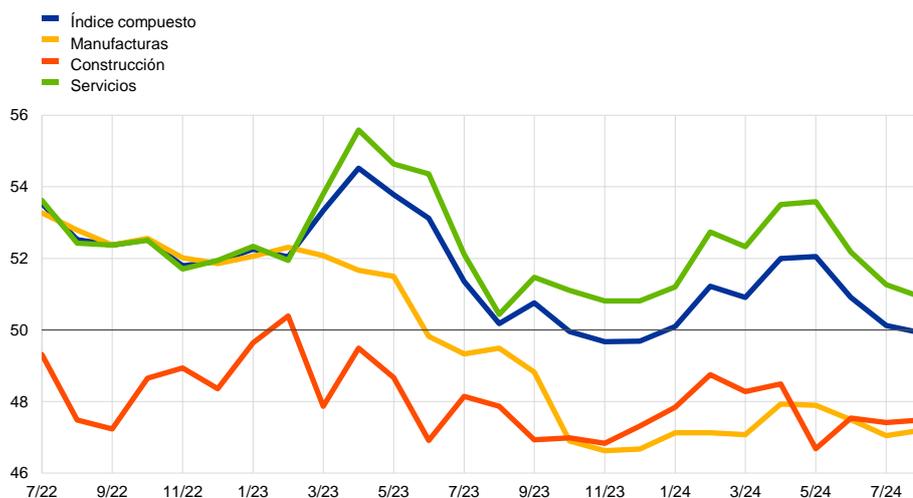
#### a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

(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, mientras que 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 segundo trimestre de 2024 para el empleo, a agosto de 2024 para el PMI de empleo y a julio de 2024 para la tasa de paro. En el panel b, las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

#### Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un

**crecimiento solo marginal del empleo en el tercer trimestre de 2024.** El PMI mensual compuesto de empleo se mantuvo prácticamente sin cambios en 49,9 en agosto, ligeramente por debajo del valor de 50,1 de julio, lo que sugiere que es probable que el avance del empleo continúe desacelerándose (panel b del gráfico 6). El PMI de servicios descendió desde 51,3 en julio hasta 50,9 en agosto. En cambio, los indicadores PMI de manufacturas y de construcción registraron un leve aumento, pero permanecieron en terreno contractivo.

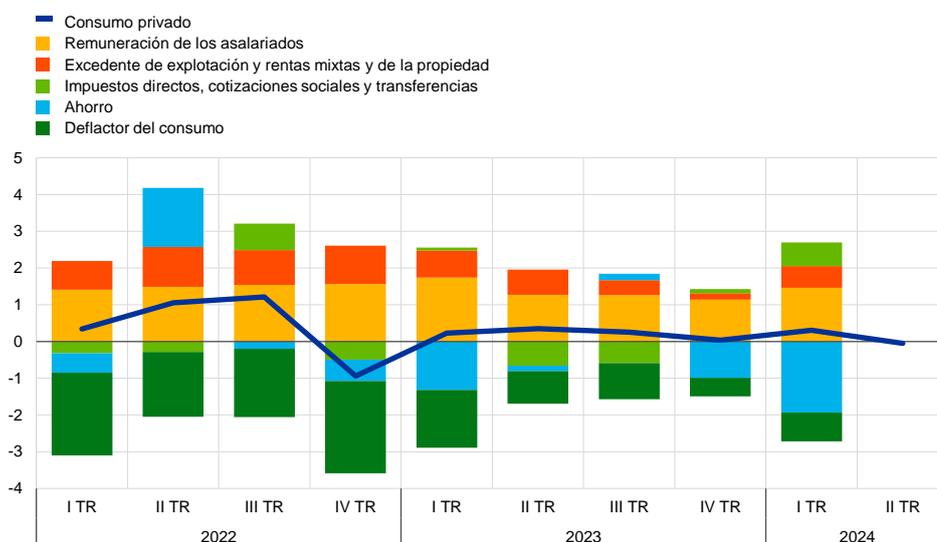
**El consumo privado se debilitó en el segundo trimestre de 2024, pero se espera que se fortalezca.** El consumo privado disminuyó marginalmente en el citado trimestre, tras registrar un débil crecimiento medio en los trimestres anteriores. Esta senda de crecimiento contenido contrasta con la acusada mejora del poder adquisitivo de los hogares desde finales de 2023, reflejo del descenso de la inflación y del incremento de las rentas del trabajo y de las rentas no laborales (panel a del gráfico 7). Las mayores rentas han contribuido a un aumento del ahorro de los hogares —que también parece obedecer al endurecimiento de las condiciones de financiación (con tipos de interés elevados y criterios de concesión de crédito para consumo todavía restrictivos) y a la debilidad del endeudamiento—, así como la menor necesidad de recurrir a los colchones de ahorro en un contexto de resiliencia del mercado de trabajo. Además, aún prevalece la incertidumbre, y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles reducidos (véase [recuadro 3](#)). Los datos de las encuestas más recientes sugieren que el gasto de los hogares se incrementará a corto plazo. Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y de las expectativas sobre el comercio minorista para los tres meses siguientes mejoraron en agosto, permaneciendo por encima de sus medias anteriores a la pandemia en el primer caso y aproximándose a ellas en el segundo (panel b del gráfico 7). Las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes, que superaron su nivel prepandemia en julio y se mantuvieron próximas a ese nivel en agosto, también indican un fortalecimiento de la demanda de consumo. Del mismo modo, la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores mostró una creciente propensión al gasto en grandes compras en los doce meses siguientes, mientras que las relativas al gasto en vacaciones siguieron siendo elevadas.

## Gráfico 7

Descomposición del crecimiento del consumo privado y expectativas relativas a los servicios intensivos en contacto, el comercio minorista y el gasto en grandes compras

### a) Descomposición del crecimiento del consumo privado

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



### b) Expectativas

(saldos netos normalizados)



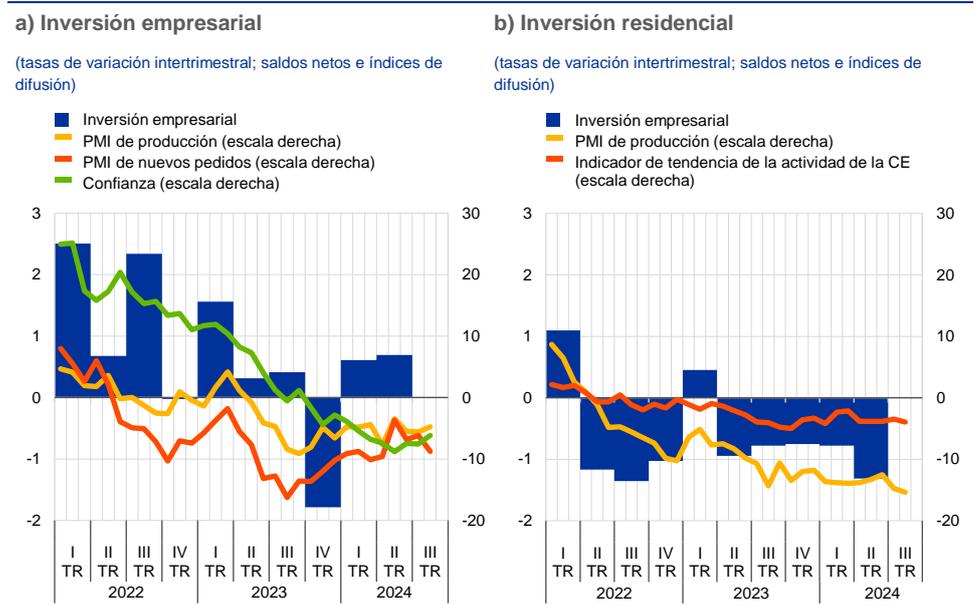
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para el consumo privado y al primer trimestre de 2024 para las cotizaciones sociales. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. La primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019, debido a la disponibilidad de datos, mientras que las otras dos series se normalizan para el período 1999-2019; «servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

**La inversión empresarial experimentó un avance modesto en el segundo trimestre de 2024, pero es probable que crezca menos en el segundo semestre del año.** La inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda, aumentó a una tasa del 0,7 % en el segundo trimestre de 2024 (y disminuyó un 3,7 % si se incluyen dichos activos). Los indicadores coyunturales disponibles hasta agosto sugieren un debilitamiento adicional del sector de bienes de equipo en el

tercer trimestre (panel a del gráfico 8): el PMI de producción se ha mantenido prácticamente estable este año y el indicador de confianza de la Comisión Europea se ha elevado desde un nivel reducido en los últimos meses. Los indicadores prospectivos del sector, como el PMI de nuevos pedidos de agosto, retrocedieron. Se espera que la inversión se vea frenada por la debilidad de la demanda a corto plazo, en un contexto de menor utilización de la capacidad productiva y de incertidumbre aún elevada. Según la encuesta de la Comisión para el tercer trimestre de 2024, publicada en julio, la demanda está proporcionando menos apoyo que en el pasado a la producción del sector de bienes de equipo. Los datos de encuestas de la Comisión, que reflejan una disminución de la utilización de la capacidad productiva y la percepción de que las consideraciones relativas al espacio y los equipos están limitando cada vez menos la producción, indican que la necesidad inmediata de incrementar la inversión también se ha reducido. Asimismo, puede que los planes de inversión se retrasen por la elevada incertidumbre, así como por los riesgos geopolíticos. Se prevé que la inversión empresarial continúe creciendo a medio plazo, impulsada por el aumento previsto de la demanda, por la desaparición gradual del impacto de las condiciones de financiación restrictivas y por grandes necesidades de inversión verde y digital.

**Gráfico 8**  
Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea (CE), S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.  
Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se 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. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para la inversión empresarial y a agosto 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 segundo trimestre de 2024 para la inversión residencial, y a agosto de 2024 para el PMI de producción y el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

**La inversión en vivienda disminuyó considerablemente en el segundo trimestre de 2024 y se espera que siga reduciéndose a corto plazo, si bien a un**

**rítmo más lento.** La inversión residencial cayó un 1,3 % en ese trimestre, mientras que la producción en la construcción de edificios y especializada retrocedió un 0,2 %. Los indicadores de actividad basados en encuestas apuntan a un nuevo descenso de la inversión en vivienda en el tercer trimestre de 2024, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses se mantuvieron en terreno contractivo hasta agosto (panel b del gráfico 8). Con todo, es probable que la caída de la inversión residencial se ralentice. Según la encuesta de la Comisión, las intenciones de renovación y compra o construcción de vivienda de los hogares a corto plazo han vuelto a crecer en el tercer trimestre de 2024. Al mismo tiempo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestra que el porcentaje de hogares que considera que la vivienda es una buena inversión siguió aumentando en julio, en un contexto de estabilización de las expectativas de tipos de interés. Además, en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio, las entidades de crédito indicaron que esperaban un nuevo incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el tercer trimestre de este año. Todo lo anterior apunta a una mejora gradual de la demanda de vivienda, lo que en último término debería hacer que la inversión residencial repunte tras tocar fondo.

**El avance de las exportaciones de la zona del euro se moderó notablemente en el segundo trimestre de 2024.** Después de aumentar en el primer trimestre, la tasa de crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,1 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre del año (excluida Irlanda, por la elevada volatilidad de los datos). Esta desaceleración subraya los problemas de competitividad a los que se están enfrentando los exportadores de la zona, incluso en un contexto de recuperación de la demanda mundial. En cambio, las exportaciones de servicios siguieron impulsando el comportamiento general de las exportaciones, gracias a la fortaleza de la demanda de servicios de turismo y viajes, empresariales y de TIC. De cara al futuro, los PMI más recientes de pedidos exteriores sugieren que las exportaciones se mantendrán contenidas a corto plazo. Al mismo tiempo, parece que la recuperación anterior del crecimiento de las importaciones de la zona del euro está perdiendo impulso. El avance de las importaciones se estancó en el segundo trimestre (y fue nulo si se excluye a Irlanda), ya que los fabricantes de la zona redujeron sus compras de insumos ante el debilitamiento de la demanda. Esta disminución se debió en gran medida a la mayor atonía de las exportaciones de bienes. La contribución de la demanda exterior neta al PIB fue positiva —0,5 %— en el segundo trimestre, reflejo del mejor comportamiento de las exportaciones frente a las importaciones. No obstante, con la estabilización de los precios de importación, la mejora en la relación real de intercambio se está estancando.

**Se espera que la economía de la zona del euro continúe recuperándose a medio plazo, en gran medida gracias al fortalecimiento del consumo privado.**

De cara al futuro, se prevé que el PIB real se recupere conforme las rentas reales sigan aumentando, la demanda externa se fortalezca y los efectos moderadores de la política monetaria restrictiva desaparezcan. Se espera que el incremento continuado de la renta real disponible respalde el consumo privado, que debería

convertirse en el principal motor del crecimiento a partir del segundo semestre de 2024. La resiliencia del mercado de trabajo, junto con el aumento gradual de la confianza de los consumidores y la reducción de la incertidumbre, también deberían favorecer el gasto de los hogares. Según las proyecciones, la inversión empresarial mejorará más adelante, en gran parte como consecuencia de la desaparición progresiva del efecto limitador, aún presente, del anterior endurecimiento de la política monetaria y del apoyo de la demanda tanto interna como externa.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2024, el 1,3 % en 2025 y el 1,5 % en 2026.** Esto representa una ligera revisión a la baja respecto a las proyecciones de junio (-0,1 puntos porcentuales para cada año), debida fundamentalmente a una menor contribución de la demanda interna en los próximos trimestres.

### 3 Precios y costes

*La inflación general de la zona del euro descendió hasta el 2,2 % en agosto de 2024, desde el 2,6 % registrado en julio, principalmente como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron prácticamente sin cambios en julio, con fuertes presiones sobre los precios procedentes de los salarios en particular. Sin embargo, la tasa de crecimiento de los costes laborales se está moderando, y los beneficios están amortiguando en parte el impacto de las presiones de los costes laborales —que siguen siendo elevadas— sobre la inflación, lo que contribuye a la desinflación en curso. Durante el período de referencia, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron básicamente estables; la mayoría se situaron en torno al 2 %, y los indicadores de mercado disminuyeron y se aproximaron a este nivel. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024, la inflación general se reducirá gradualmente desde el 2,5 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026<sup>5</sup>.*

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 2,2 % en agosto de 2024, desde el 2,6 % registrado en julio (gráfico 9)<sup>6</sup>.** Esta reducción se debió al descenso de las tasas de inflación de la energía y de los bienes industriales no energéticos, que compensó con creces el aumento de las correspondientes a los alimentos y los servicios. La inflación de la energía disminuyó notablemente en términos interanuales, desde el 1,2 % registrado en julio de 2024 hasta el -3 % en agosto. Esta disminución obedeció a un efecto de base a la baja derivado de la significativa subida de los precios de la energía en agosto de 2023. La inflación de los alimentos se elevó ligeramente hasta el 2,4 % en agosto de 2024, desde el 2,3 % en julio, como reflejo de la mayor tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la tasa correspondiente a los precios de los alimentos elaborados se mantuvo inalterada. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió hasta el 2,8 % en agosto, después de situarse en el 2,9 % en julio, debido a la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (0,4 % en agosto, frente al 0,7 % en julio), compensando así el ascenso de la inflación de los servicios (4,2 % en agosto, frente al 4 % en julio). Las tasas de crecimiento de los bienes industriales no energéticos, que entretanto se han normalizado en gran parte, reflejan la disminución de las anteriores presiones latentes sobre los precios, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios está relacionada con la mayor influencia de los costes laborales en algunos de sus componentes y con el desfase observado en la corrección de los precios en otros.

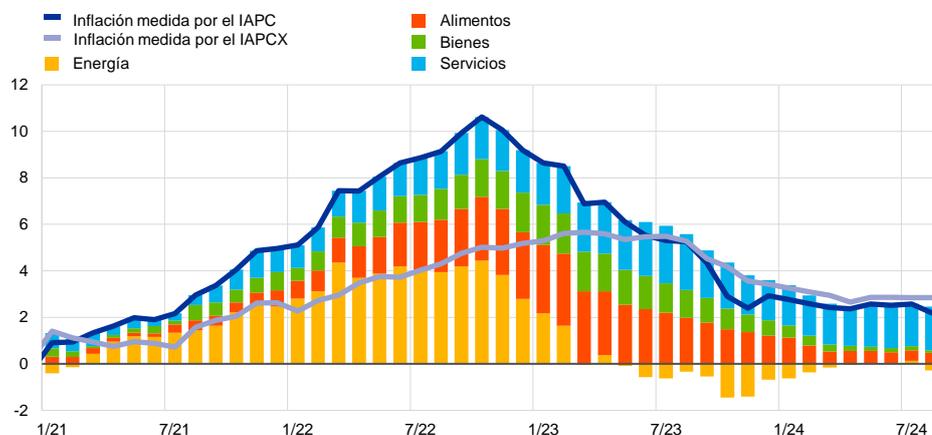
<sup>5</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2024.

<sup>6</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 11 de septiembre de 2024. Los datos relativos a la inflación medida por el IAPC publicados el 18 de septiembre de 2024 (estimación completa) confirmaron que la inflación general se situó en el 2,2 % en agosto de 2024. No obstante, la tasa de variación de los precios de los alimentos permaneció inalterada, en el 2,3 %, en agosto de 2024 (la misma que en julio), mientras que la de los servicios aumentó hasta el 4,1 % en agosto, desde el 4 % registrado en julio.

## 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 agosto de 2024 (estimación de avance).

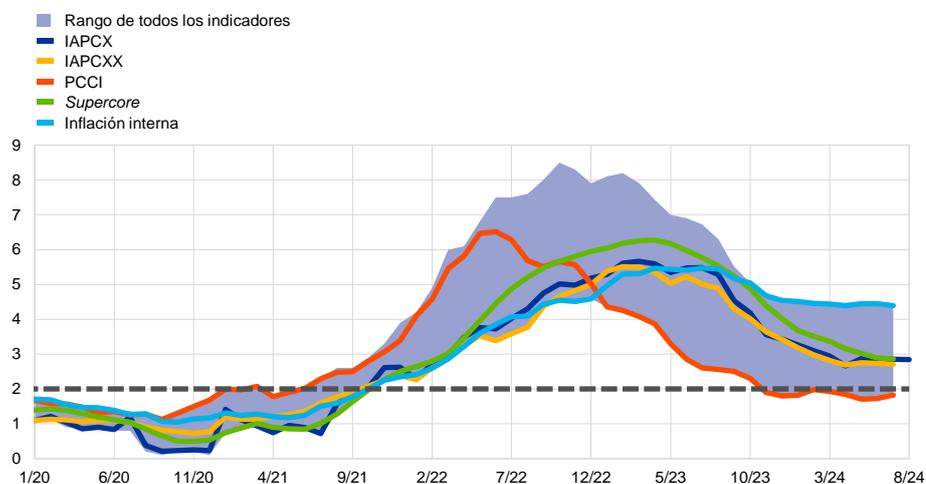
#### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron estables en julio, aunque se situaron en distintos niveles (gráfico 10).

En julio de 2024 (últimos datos disponibles), los valores de los indicadores oscilaron entre el 1,8 % y el 4,4 %. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) se elabora para identificar el componente común de la inflación en un amplio conjunto de fluctuaciones de los precios y actualmente es el mejor barómetro de la inflación a medio plazo del período posterior a la pandemia. El PCCI se sitúa en la parte inferior del rango, mientras que el indicador de la inflación interna (que excluye los componentes del IAPC con un alto contenido importador) está en la parte superior. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo económico y se situó en el 2,9 % en julio, no varió con respecto al mes anterior. 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) también se mantuvo inalterada en el 2,7 % en julio, mientras que el PCCI aumentó ligeramente hasta situarse en el 1,8 % ese mes, desde el 1,7 % en junio. El indicador de la inflación interna registró una leve caída y se situó en el 4,4 % en julio, pero continuó en un nivel persistentemente alto, lo que refleja el fuerte peso que tienen los componentes de servicios, como los seguros, el ocio y los servicios de alojamiento.

## 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. En el gráfico solo se presentan indicadores seleccionados. La línea discontinua gris muestra el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX y a julio de 2024 para los demás indicadores.

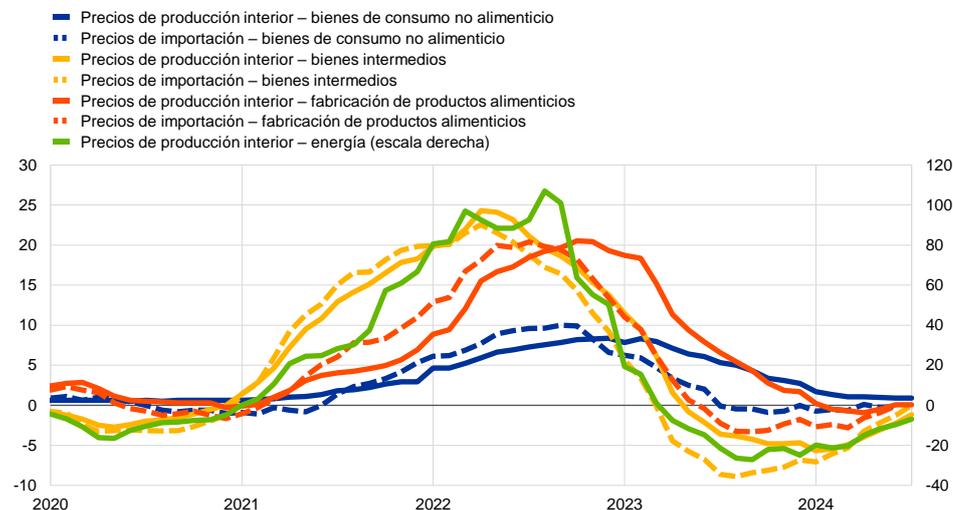
### Las presiones latentes siguieron siendo moderadas, aunque ahora muestran indicios de estar aumentando desde niveles reducidos (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que llevaba en niveles negativos desde marzo de 2023, aumentó hasta el -6,9 % en julio de 2024, desde el -9,6 % de junio. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también siguió siendo negativa, aunque menos que en el mes precedente (-1,2 % en julio, frente al -2,3 % en junio). La tasa de avance interanual correspondiente a los precios de importación fue cero en julio, después de situarse en el -1,3 % en junio. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de crecimiento de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio, así como la correspondiente a la fabricación de productos alimenticios, permanecieron inalteradas en julio en el 0,9 % y el 0,1 %, respectivamente. Las presiones sobre los precios de importación de los bienes de consumo se elevaron en julio, en parte como consecuencia del hecho de que la tasa de variación interanual del tipo de cambio efectivo nominal del euro había pasado a ser prácticamente neutral tras un incremento anterior. En conjunto, las presiones inflacionistas se estabilizaron en general y ahora muestran señales de estar aumentando desde niveles reducidos, lo que sugiere que la relajación de las presiones latentes tras las perturbaciones de costes anteriores ha llegado a su fin.

## Gráfico 11

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, siguieron disminuyendo en el segundo trimestre de 2024, aunque se mantuvieron en niveles elevados en general (gráfico 12).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB cayó hasta el 3 % en el segundo trimestre de 2024, desde el 3,6 % del trimestre anterior. Este descenso reflejó la menor contribución de todos los componentes principales, pero el mayor impacto a la baja procedió de los costes laborales unitarios. La disminución del efecto de los costes laborales unitarios fue el resultado del menor avance de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, que se redujo desde el 4,8 % registrado en el primer trimestre de 2024 hasta el 4,3 % en el segundo. El crecimiento salarial medido por la remuneración por hora también disminuyó, hasta el 4,2 % en el segundo trimestre de 2024, desde el 5 % observado en el primer trimestre. El avance de los salarios negociados se ralentizó hasta el 3,5 % en el segundo trimestre de 2024, desde el 4,7 % en el trimestre precedente, pero los datos sobre los últimos convenios colectivos que figuran en el indicador de salarios de carácter prospectivo del BCE apuntan a un crecimiento más acusado de estos salarios en el tercer trimestre de 2024<sup>7</sup>. En conjunto, sin embargo, la evolución más reciente de los salarios apunta a una influencia menor de la compensación por la alta inflación pasada y la correspondiente recuperación de los salarios reales<sup>8</sup>. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado proyectado para 2024 se situará, en promedio, en el 4,5 % y se espera que continúe moderándose durante el horizonte de proyección, aunque se mantendrá por encima de los niveles históricos debido a

<sup>7</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.

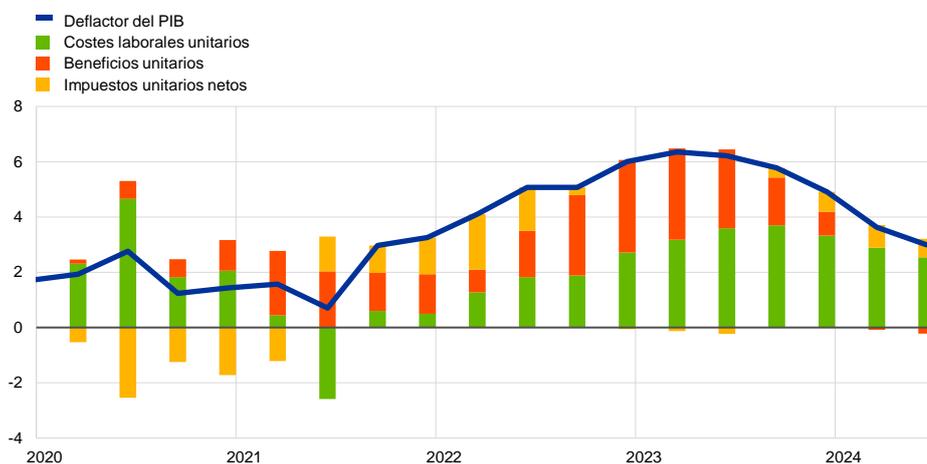
<sup>8</sup> Véase el recuadro titulado «La evolución reciente de los salarios y el papel de la deriva salarial», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

las tensiones que persisten en los mercados de trabajo y a la compensación por inflación que aún se está produciendo.

### 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 segundo trimestre de 2024. La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa.

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron prácticamente sin variación, la mayoría se situó en torno al 2 % y los indicadores de mercado disminuyeron y se aproximaron a ese nivel durante el período de referencia (gráfico 13).** Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de septiembre de 2024, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2029) se situaron 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 disminuyeron unos 27 puntos básicos, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,1 %. Al mismo tiempo, 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 incluyen 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 los mercados siguen esperando que la inflación fluctúe en torno al 2 % en el largo plazo. Los indicadores de mercado de la inflación de la zona del euro a corto plazo también disminuyeron notablemente, lo que sugiere que los inversores esperan que la inflación continúe retrocediendo, que se sitúe alrededor del 2 % durante el resto de este año y que se establezca por debajo del 2 % en 2025. Las revisiones de las expectativas de los participantes en los mercados pueden atribuirse en parte a la bajada de los precios internacionales de la energía, sobre todo los precios del petróleo, pero también a la preocupación acerca del crecimiento económico en Estados Unidos. Concretamente, durante el período

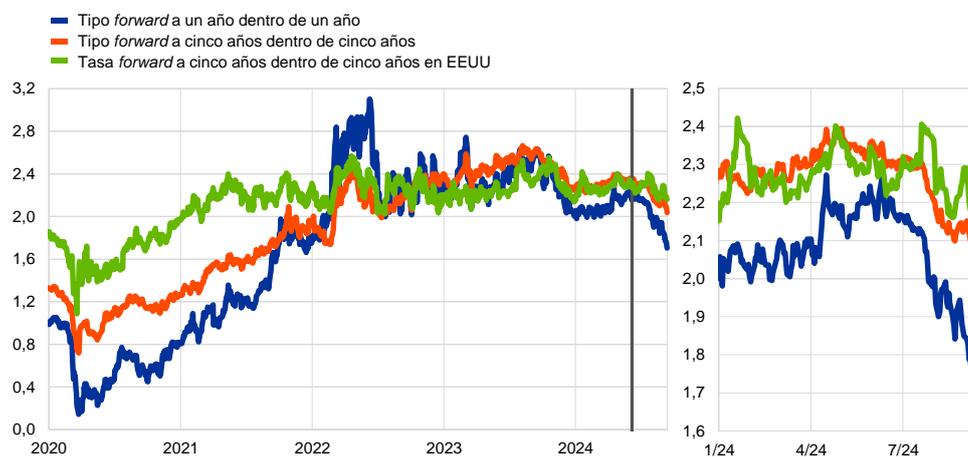
analizado, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año cayó 47 puntos básicos y actualmente se sitúa en el 1,7 %. Por el lado del consumo, las expectativas de inflación parecen haberse estabilizado en los últimos meses. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de julio de 2024, la tasa de inflación general mediana esperada en los doce meses siguientes permaneció inalterada en el 2,8 % (por tercer mes consecutivo), mientras que la tasa esperada a tres años vista aumentó hasta el 2,4 %, desde el 2,3 % observado en junio. La percepción de inflación pasada se redujo en julio de 2024, pero se mantiene por encima de las expectativas de inflación en horizontes de uno y tres años.

### Gráfico 13

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

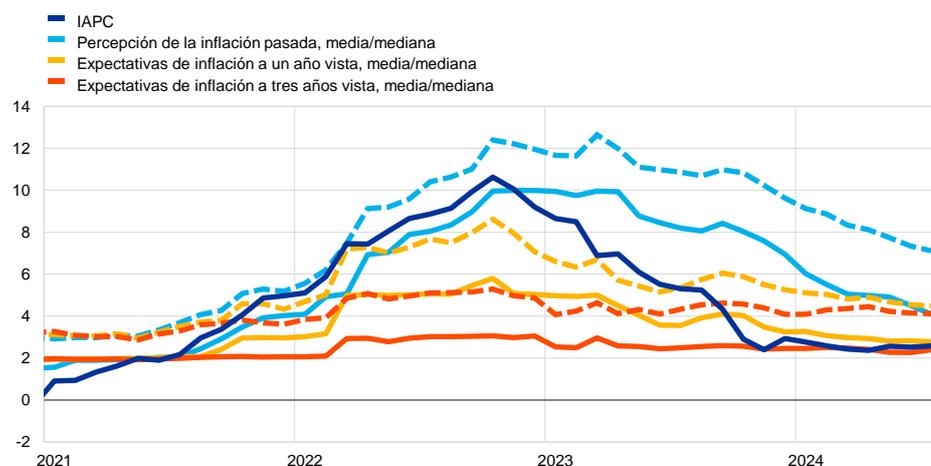
##### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(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.

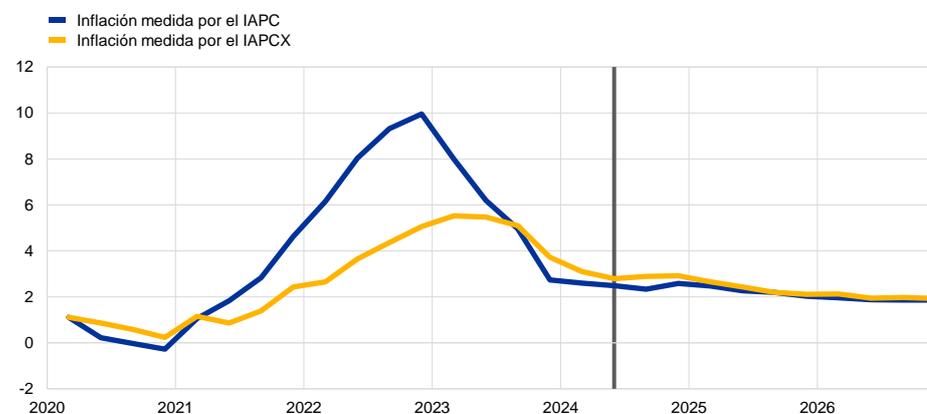
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la media, y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2024 para los tipos *forward*, a agosto de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a julio de 2024 para los demás indicadores.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,5 % en 2024 y continuará descendiendo hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14). Según las proyecciones, la inflación general registrará un ligero incremento en el último trimestre de 2024, fundamentalmente como consecuencia de efectos de base en los precios de la energía, y después retornará a una senda descendente. El descenso general en 2024 refleja la continua disminución de las presiones latentes, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria. Se espera que la relajación gradual continúe en los próximos años, a medida que sigan desapareciendo los efectos alcistas derivados de las presiones relacionadas con el crecimiento de los salarios y con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado. En comparación con las proyecciones de junio de 2024, las previsiones relativas a la inflación general no se modificaron. Las proyecciones sobre la inflación medida por el IAPCX para 2024 y 2025 se han revisado ligeramente al alza (en 0,1 puntos porcentuales) con respecto a las proyecciones de junio de 2024, debido a que la tasa de variación de los precios de los servicios sería más elevada de lo esperado. Al mismo tiempo, los expertos del BCE siguen esperando que la inflación subyacente descienda rápidamente, desde el 2,9 % en 2024, hasta el 2,3 % en 2025 y el 2 % en 2026.

### Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2024.

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024 se finalizaron el 29 de agosto de 2024 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 16 de agosto de 2024. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

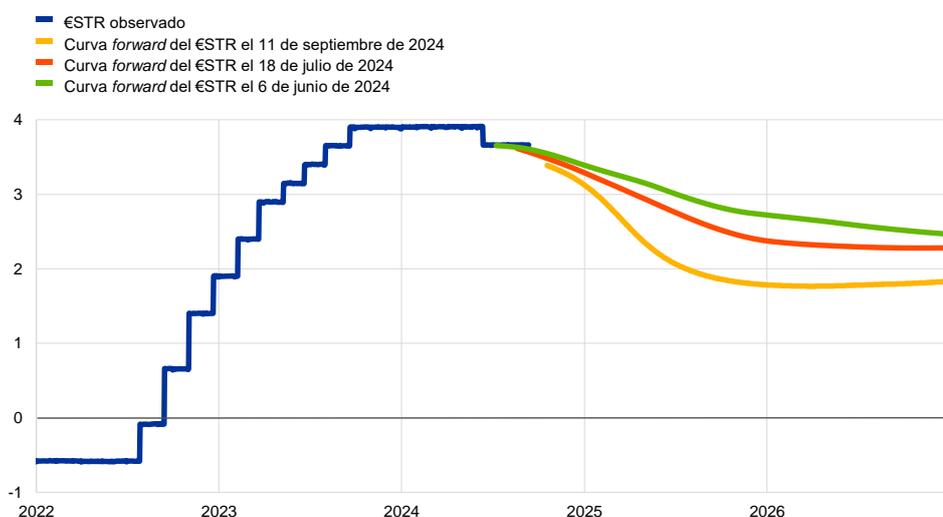
*Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de junio y el 11 de septiembre de 2024, una revisión general de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación redujo los tipos de interés libres de riesgo en las principales economías avanzadas. En la zona del euro, los tipos forward disminuyeron en todos los plazos, dado que los participantes en los mercados anticipaban recortes acumulados más rápidos y pronunciados de los tipos de interés oficiales. En concreto, al final del período de referencia, los tipos forward implicaban reducciones de los tipos de interés por un total acumulado de alrededor de 60 puntos básicos al final del año, incluido el descuento íntegro, por parte de los mercados, de una rebaja de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. También han descendido los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro, principalmente como consecuencia de la caída de la compensación por inflación, así como los tipos reales a largo plazo. Además, los rendimientos de la deuda soberana registraron un descenso, aunque en menor medida que los tipos libres de riesgo, y mostraron cierta volatilidad en torno a las elecciones anticipadas en Francia y las ventas masivas registradas en los mercados internacionales de renta variable a principios de agosto. Los precios de los activos de riesgo experimentaron una volatilidad sustancial durante el período de referencia. A comienzos de agosto, los precios de las acciones registraron pérdidas significativas, en un contexto de deterioro del apetito por el riesgo y de debilidad de los datos macroeconómicos publicados a escala mundial. A pesar de haber recuperado gran parte del terreno perdido a principios de agosto, las cotizaciones bursátiles de las empresas de la zona del euro siguen aún por debajo de los niveles registrados en junio, debido a las menores expectativas de beneficios y al aumento de las primas de riesgo. En los mercados de divisas, el euro se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, pero su tipo de cambio efectivo se mantuvo estable en general.*

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, la curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) se ha desplazado a la baja, dado que los participantes en los mercados esperan recortes acumulados más rápidos y pronunciados de los tipos de interés oficiales (gráfico 15).** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,7 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de junio. Entre el 6 de junio y el 11 de septiembre, el exceso de liquidez disminuyó en alrededor de 130 mm de euros, hasta situarse en 3.072 mm de euros. Esta disminución fue principalmente consecuencia de los reembolsos realizados en junio de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de la cartera del programa de compras de activos (APP) y solo reinvierte parcialmente el principal en el caso de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). La curva *forward* del OIS basada en el €STR se ha desplazado a la baja desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, en un contexto de descensos

significativos de los indicadores de mercado de la compensación por inflación y de debilidad de los datos macroeconómicos publicados a escala global. Esta curva descontaba plenamente un recorte de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. En conjunto, la curva *forward* ha pasado de descontar reducciones acumuladas de los tipos de interés a lo largo de 2024 de alrededor de unos 35 puntos básicos (el 6 de junio) a descontar unos 60 puntos básicos por este concepto (el 11 de septiembre).

**Gráfico 15**  
Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

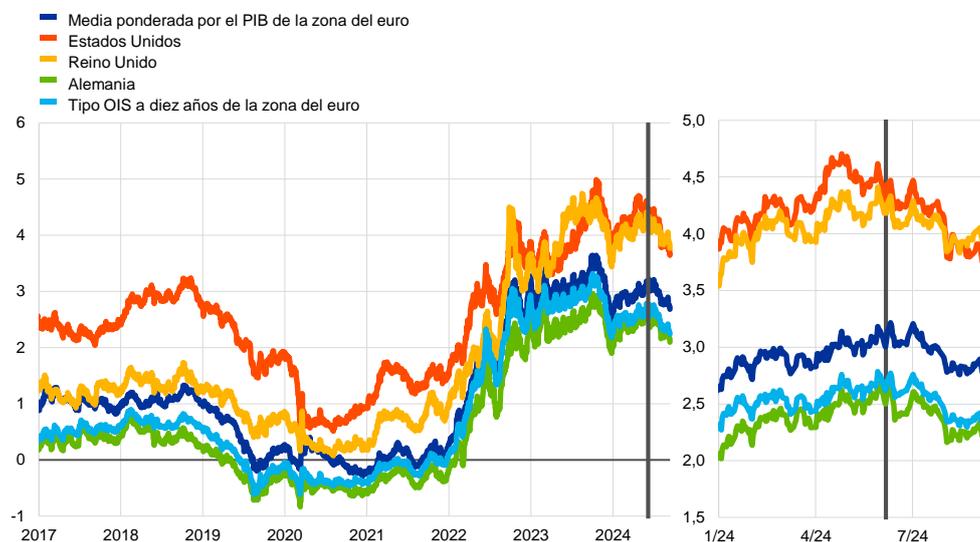
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro también han descendido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, aunque menos que sus equivalentes en Estados Unidos (gráfico 16).** El tipo OIS a diez años de la zona del euro se redujo 41 puntos básicos y finalizó el período de referencia en torno al 2,2 %. Esta reducción de los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo reflejó la caída del componente de inflación, como consecuencia, en parte, de los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro y de los elevados riesgos a escala global, pero, sobre todo, debido a los datos publicados en Estados Unidos, lo que se tradujo en descensos incluso más acusados de los tipos de interés a largo plazo en el país norteamericano. En concreto, los tipos libres de riesgo a largo plazo estadounidenses registraron fluctuaciones más significativas y disminuciones más notables durante el período considerado, especialmente en los días de publicación de datos macroeconómicos. En particular, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos cayó 63 puntos básicos y se situó en el 3,7 %. Como resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos se ha estrechado en 20 puntos básicos aproximadamente. El rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido descendió 42 puntos básicos hasta situarse en el 3,8 %.

## Gráfico 16

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

(porcentajes)



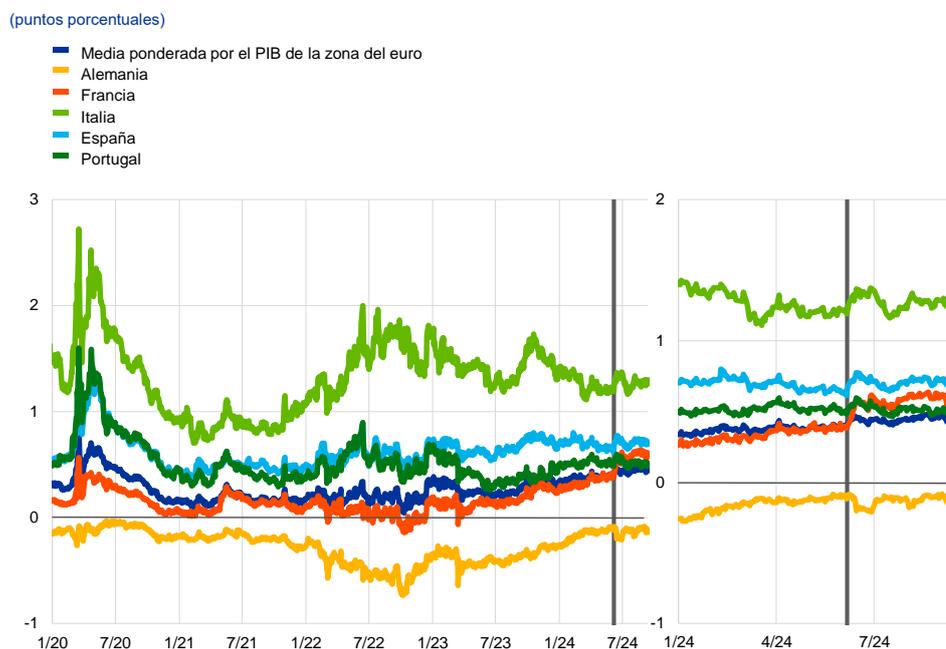
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2024.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro también han disminuido, aunque en menor medida que los tipos libres de riesgo, lo que se ha traducido en diferenciales algo más elevados (gráfico 17).** Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se había reducido unos 37 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,7 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR se incrementó 4 puntos básicos. El aumento del diferencial de deuda soberana a diez años con respecto al tipo OIS a diez años fue más notable en Francia, donde creció de forma acusada después de que el 9 de junio se anunciase elecciones legislativas anticipadas en ese país, pero después volvió a descender ligeramente. En conjunto, el diferencial soberano francés se incrementó 17 puntos básicos en el período analizado. Los diferenciales soberanos también se ampliaron en Grecia, España, Italia y Portugal, sobre todo en torno a las elecciones anticipadas en Francia y las ventas masivas registradas a escala global en los mercados de renta variable a principios de agosto. Sin embargo, al final del período de referencia, con la excepción de Francia, los diferenciales soberanos de la zona del euro habían retornado, en general, a los niveles observados a comienzos del período.

### 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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2024.

#### Los diferenciales de los valores de renta fija privada aumentaron en el segmento de empresas de grado de inversión y se ampliaron significativamente en el de alta rentabilidad.

Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión fluctuaron con moderación y al final del período de referencia se habían elevado 14 puntos básicos. En cambio, los diferenciales del segmento de alta rentabilidad se incrementaron 57 puntos básicos, impulsados por la evolución de los diferenciales de la deuda tanto del sector financiero como de las sociedades no financieras, que registraron un alza de 33 y 64 puntos básicos, respectivamente.

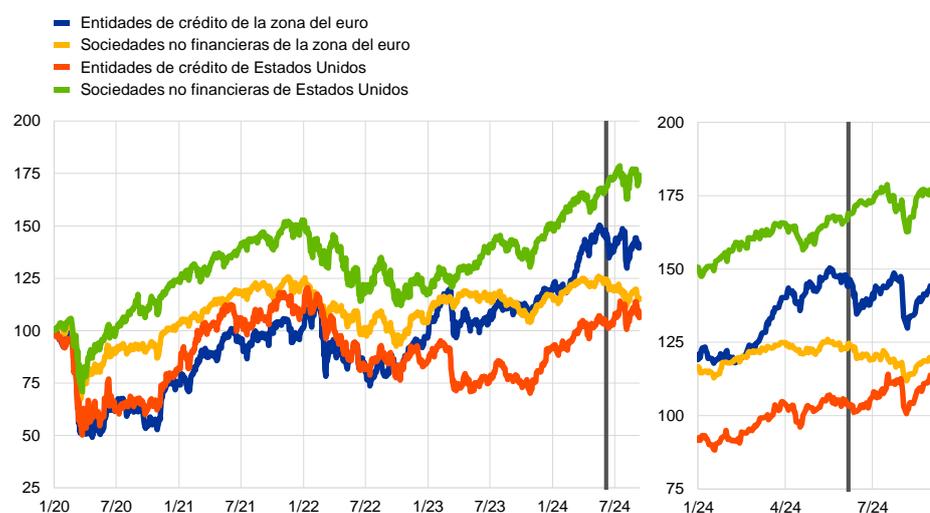
#### A pesar de que se recuperaron parcialmente de las pérdidas significativas registradas a principios de agosto, los precios de las acciones de la zona del euro finalizaron el período de referencia en niveles más bajos, lastrados por el deterioro de la percepción de riesgos y por la debilidad de los datos macroeconómicos publicados en todo el mundo (gráfico 18).

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro experimentaron una volatilidad sustancial durante el período de referencia. Primero retrocedieron en torno a las elecciones anticipadas en Francia, lo que afectó particularmente a las empresas francesas y redujo el intenso apetito previo por el riesgo. Posteriormente, registraron pérdidas significativas a comienzos de agosto porque los débiles datos macroeconómicos publicados generaron temores a una recesión en Estados Unidos y llevaron a una fuerte caída del apetito global por el riesgo. Aunque los precios de las acciones a ambos lados del Atlántico han recuperado gran parte del terreno perdido a principios de agosto, el comportamiento de las cotizaciones de las empresas de la zona del euro fue peor que

el de las estadounidenses. Lastrados por las menores expectativas de beneficios y el aumento de las primas de riesgo, los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron un 5 % durante el período analizado, aunque con cierta divergencia entre sectores. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras cayeron un 8 %, mientras que los del sector bancario descendieron un 4 %. En Estados Unidos, el índice bursátil general se anotó una subida en el período de referencia, y las cotizaciones de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario se revalorizaron en torno a un 3 %.

### 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.

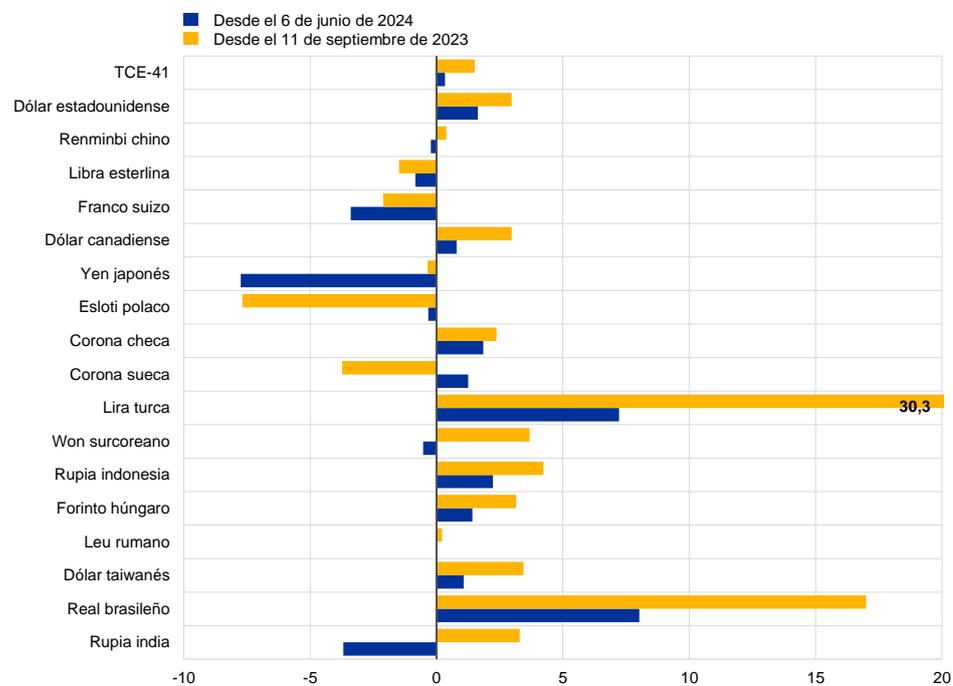
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2024.

**En los mercados de divisas, el euro se apreció un 1,6 % frente al dólar estadounidense, pero su tipo de cambio efectivo se mantuvo estable en general (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 0,3 %. La revalorización del euro frente al dólar estadounidense (1,6 %) estuvo impulsada principalmente por una revisión a la baja de las expectativas de los participantes en los mercados sobre la senda del tipo de interés oficial de la Reserva Federal a principios de agosto en un contexto de señales de enfriamiento del mercado de trabajo estadounidense. El euro también se apreció frente a las monedas de algunos mercados emergentes. En cambio, se depreció notablemente frente al yen japonés (-7,7 %) y al franco suizo (-3,4 %) después del cierre de posiciones de *carry trade* financiadas con estas dos últimas monedas durante el episodio de aumento de la volatilidad en los mercados financieros a comienzos de agosto. Asimismo, la moneda única se depreció un 0,8 % frente a la libra esterlina

### Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de septiembre de 2024.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

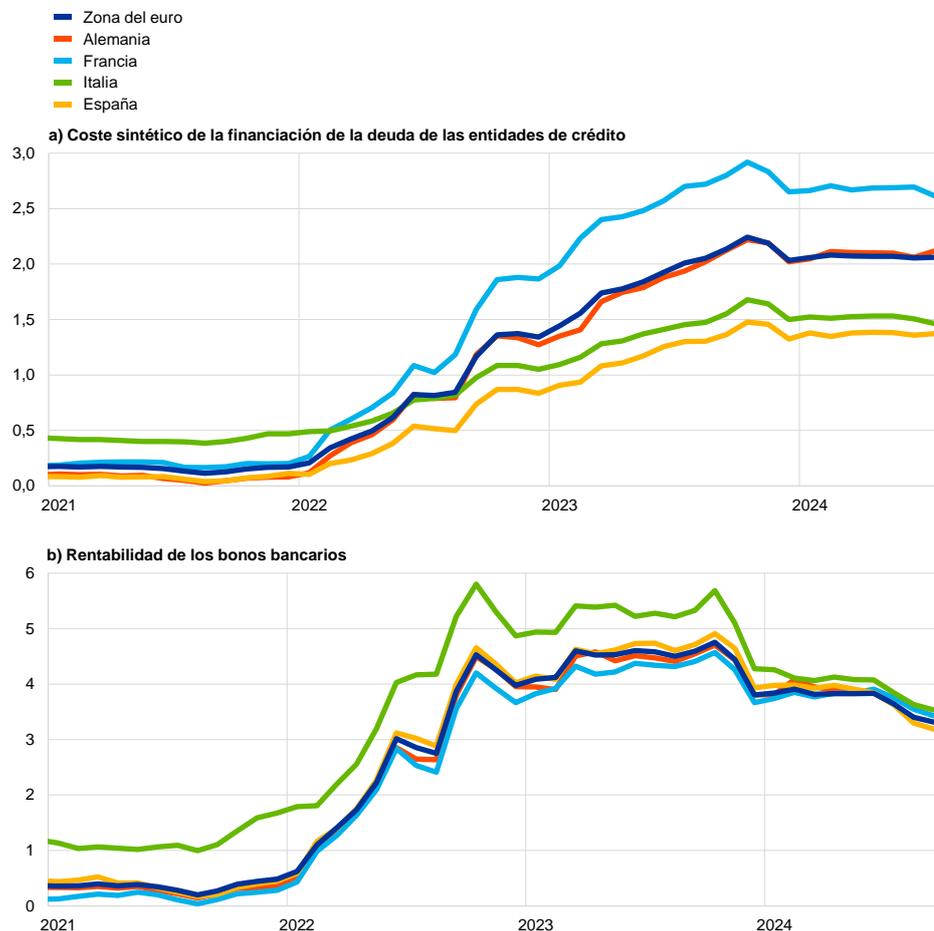
*Los costes de financiación continuaron siendo restrictivos. En julio de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecieron en niveles elevados. Las tasas de crecimiento del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuaron faltas de dinamismo como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 6 de junio y el 11 de septiembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija disminuyó significativamente, debido a la caída de los tipos de interés libres de riesgo, mientras que el de la financiación mediante acciones se incrementó. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) mostró señales de estabilización en niveles bajos, y las entradas netas del exterior siguieron siendo las que más contribuyeron al avance de este agregado.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se ha mantenido estable en niveles altos desde enero de 2024 y en julio no varió (panel a del gráfico 20). Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo elevados debido a la recomposición de la financiación hacia fuentes más caras, como los depósitos a plazo —que se remuneran a tipos más altos que los depósitos a la vista— y las emisiones de bonos bancarios, en un contexto de desaparición gradual de la financiación obtenida en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Los tipos de interés de los depósitos a plazo y, en menor medida, de los depósitos a la vista disminuyeron entre mayo y junio, y se mantuvieron sin variación en julio. Los tipos de los depósitos disponibles con preaviso permanecieron constantes en general. La rentabilidad de los bonos bancarios descendió en un contexto de recorte de los tipos de interés oficiales en junio y de revisión de la curva de tipos libres de riesgo, si bien cierta volatilidad en los mercados de renta fija en el transcurso del verano evitó que el ajuste de los costes de la financiación de mercado fuera más amplio (panel b del gráfico 20).

## Gráfico 20

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

(porcentajes)



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los respectivos saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 11 de septiembre de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

### Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares se redujeron ligeramente en julio, en comparación con mayo, al tiempo que siguieron situándose en niveles cercanos a los máximos de los doce últimos años.

En julio, los tipos de interés de los préstamos a sociedades no financieras (SNF) permanecieron prácticamente sin cambios en el 5,06 %, tras un descenso marginal en junio (panel a del gráfico 21), en un entorno de heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyeron levemente y se situaron en el 3,75 % en julio, tras haberse mantenido ampliamente estables en torno al 3,80 % durante cuatro meses (panel b del gráfico 21), aunque se observó un cierto grado de disparidad entre países.

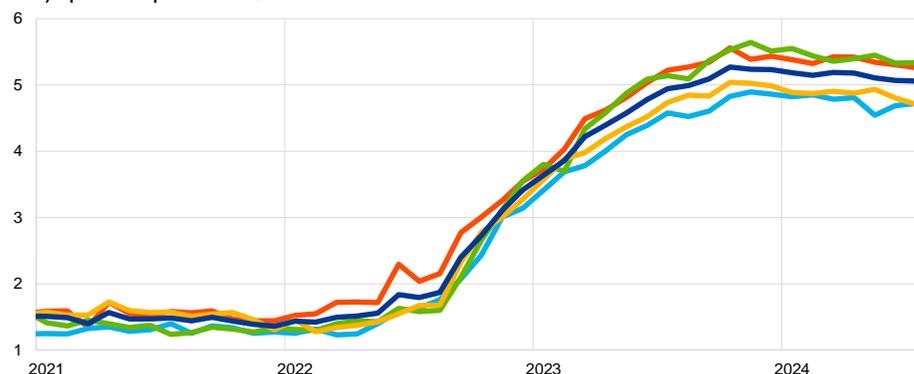
## Gráfico 21

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

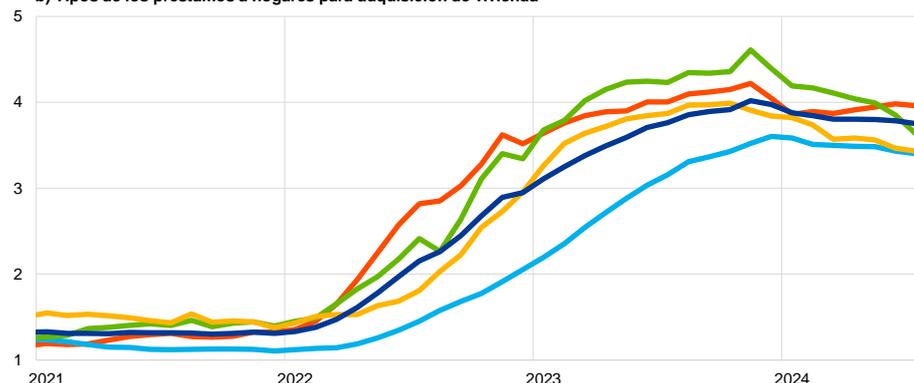
(porcentajes)



#### a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2024.

**En el período comprendido entre el 6 de junio y el 11 de septiembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija disminuyó significativamente, debido al descenso de los tipos de interés libres de riesgo, mientras que el de la financiación 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 julio, un nivel algo más bajo que el registrado en junio e inferior al máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 22)<sup>9</sup>. Esta evolución fue resultado de una reducción de todos los componentes de los costes de financiación de las SNF, con la excepción del de los préstamos bancarios a corto plazo, que se mantuvo prácticamente sin variación. Los datos diarios correspondientes al período comprendido entre el 6 de

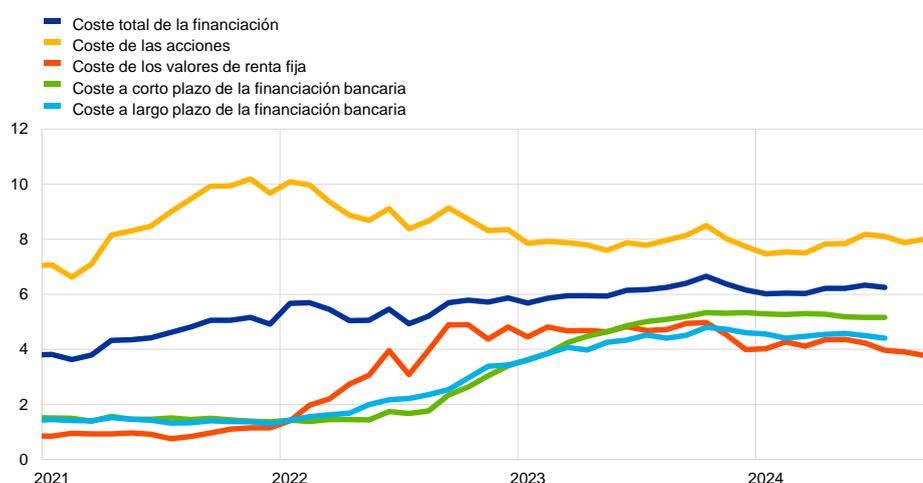
<sup>9</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta julio de 2024.

junio y el 11 de septiembre de 2024 confirman una caída del coste de los valores de renta fija, debido a que la notable disminución del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) solo se vio compensada en parte por el leve aumento de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF, especialmente en los segmentos de alta rentabilidad. A pesar de la reducción del tipo de interés libre de riesgo, el coste de las acciones se incrementó en el mismo período, impulsado por el ascenso de la prima de riesgo.

## Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a julio de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

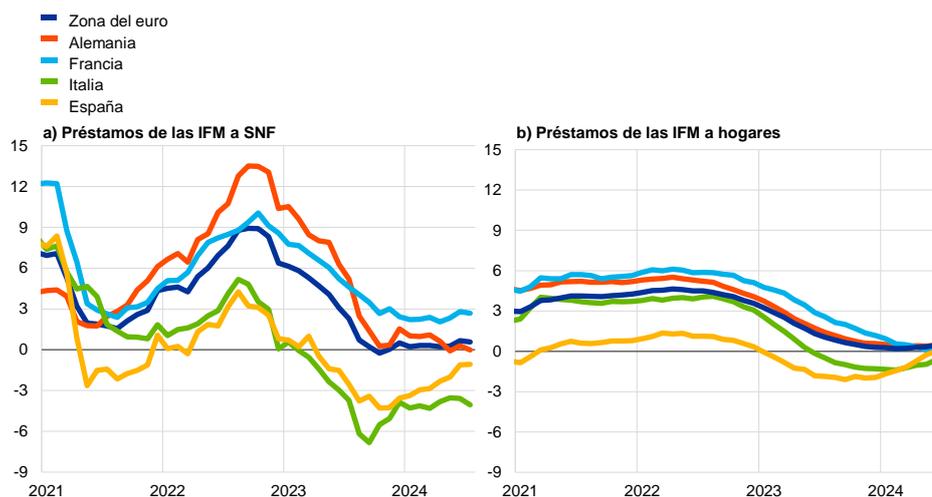
**Los flujos de financiación externa de las empresas y el endeudamiento de los hogares mantuvieron su falta de dinamismo como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación del crédito restrictivos.** En julio, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario a empresas disminuyó hasta el 0,6 %, un ligero descenso con respecto al 0,7 % registrado en junio (gráfico 23). Si bien los flujos de préstamos bancarios a corto plazo concedidos a las empresas mantienen su volatilidad, los préstamos a plazos más largos han experimentado una desaceleración, con un crecimiento casi nulo, lo que es coherente con la debilidad de la inversión. Las emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas también se situaron en un nivel próximo a cero en general entre mayo y julio, en un entorno de volatilidad. La tasa de crecimiento interanual del crédito a hogares repuntó hasta el 0,5 % en julio, desde el 0,3 % de junio, manteniendo su atonía. Estas cifras discretas reflejaron la debilidad de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (que crecieron a una tasa interanual del 0,5 % en julio) y del crédito para otros fines (que se contrajo un 2,7 % en julio, en términos interanuales). No obstante, el avance del crédito para consumo registró mayor vigor (2,8 % interanual en julio). Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de](#)

los consumidores de julio de 2024 confirmaron que un porcentaje neto todavía elevado de encuestados señalaba que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización notional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2024.

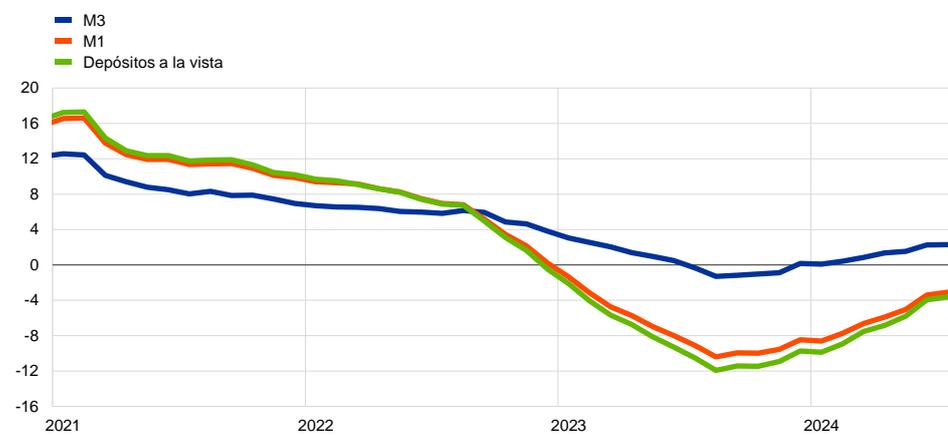
**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro mostró señales de estabilización en niveles bajos, y las entradas netas del exterior siguieron siendo las que más contribuyeron al avance de este agregado<sup>10</sup>.** El crecimiento de M3 se mantuvo sin variación en el 2,3 % en julio, en un entorno de volatilidad de los flujos mensuales (gráfico 24). El avance interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, permaneció en terreno negativo, pero continuó aumentando hasta situarse en el -3,1 % en julio, en comparación con el -3,4 % de junio. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se elevó hasta el -3,6 % en julio, desde el -4 % registrado en junio. Las entradas del exterior fueron de nuevo el único factor positivo y sistemático que impulsó el crecimiento monetario, en un entorno de debilidad de los préstamos a hogares y a empresas, de contracción continuada del balance del Eurosistema y de emisión de bonos bancarios a largo plazo (no incluidos en M3) en un contexto de reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO.

<sup>10</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución monetaria y crediticia en la zona del euro y su comparación con Estados Unidos» en este Boletín Económico.

## Gráfico 24

### 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 julio de 2024

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá desde el 3,6 % del PIB en 2023 hasta el 3,3 % del PIB en 2024 y luego adicionalmente hasta el 3,2 % en 2025 y el 3 % en 2026. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y que continúe endureciéndose —aunque en menor medida— en los dos años siguientes. El endurecimiento en 2024 refleja sobre todo la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. El endurecimiento continuado en 2025 y 2026 obedece a una reducción adicional del resto de medidas de apoyo energético, a aumentos de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, y a un crecimiento más lento de las transferencias fiscales. Los Gobiernos publicarán próximamente sus planes estructurales de política fiscal a medio plazo por primera vez en el marco revisado de gobernanza económica de la UE. Aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco revisado debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de manera sostenida. Los Gobiernos deberían dar ahora pasos decididos en esa dirección en sus planes a medio plazo.*

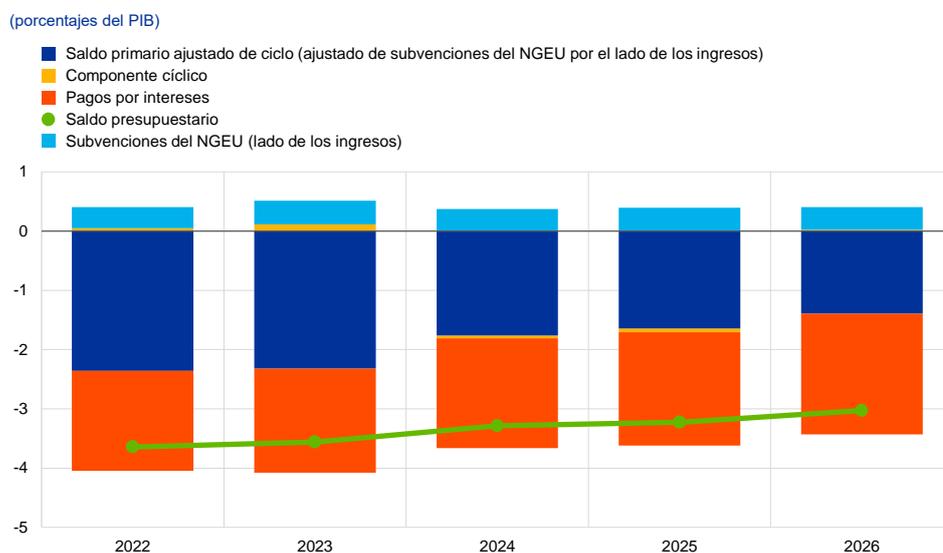
**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente durante el horizonte de proyección (gráfico 25)<sup>11</sup>.** Si bien el déficit presupuestario de la zona del euro se mantuvo estable en el 3,6 % del PIB en 2022 y 2023, debería disminuir de forma gradual durante el horizonte de proyección hasta situarse en el 3,3 % del PIB en 2024 y adicionalmente hasta el 3,2 % en 2025 y el 3 % en 2026. La senda prevista refleja sobre todo un saldo primario ajustado de ciclo que se irá reduciendo progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, pero seguirá siendo negativo, y el grueso de la caída se producirá en 2024, conforme se vayan retirando la mayor parte del resto de medidas de apoyo en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. Sin embargo, este impacto se verá compensado 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 viva.

---

<sup>11</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2024.

## Gráfico 25

### Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre 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).

### En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024, se prevé que el déficit presupuestario sea moderadamente más elevado durante todo el horizonte de proyección.

Estas perspectivas más adversas obedecen al refuerzo de las políticas fiscales discrecionales, dado que ahora parece menos probable que los planes de consolidación de algunos países se materialicen plenamente. Además, los efectos de composición negativos de la actualización de las proyecciones macroeconómicas contribuyen a un aumento de los déficits primarios que refleja revisiones a la baja de las bases imponibles que generan elevados ingresos tributarios, como la remuneración de los asalariados y el consumo privado nominal. Así pues, el saldo presupuestario en relación con el PIB se ha corregido a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2024, y en otros 0,4 y 0,5 puntos porcentuales para 2025 y 2026, respectivamente.

### Aún 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<sup>12</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 0,5 puntos porcentuales del PIB) de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024. Ello refleja sobre todo la retirada de gran parte

<sup>12</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por la política fiscal a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación de la ratio de 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.

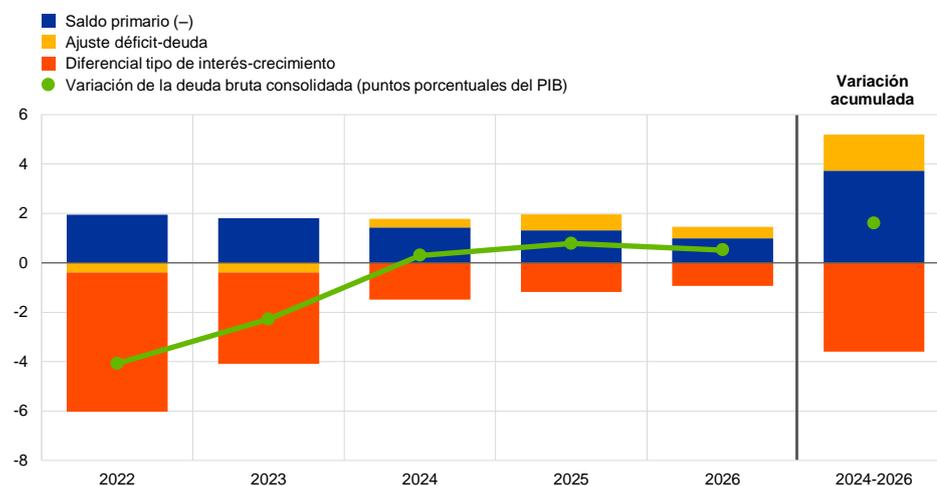
de las medidas de apoyo de los Gobiernos en respuesta a los precios de la energía y a la inflación. A tenor de las proyecciones, dicha orientación seguirá endureciéndose en 2025 y 2026, aunque a un ritmo mucho menor, debido a una reducción adicional del resto de medidas de apoyo energético, combinada con aumentos de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, y a un crecimiento más lento de las transferencias fiscales. Estos factores determinantes del endurecimiento se verían compensados solo en parte por incrementos del consumo y la inversión públicos. Como resultado, el tono fiscal se endurecería, en términos acumulados, 0,9 puntos porcentuales del PIB en el horizonte de proyección 2024-2026.

**Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente lentamente desde un nivel ya elevado (gráfico 26).** La ratio de deuda experimentó un alza significativa durante la pandemia y se situó en torno al 97 % del PIB en 2020, aunque posteriormente descendió de forma gradual. Sin embargo, esta mejora parece haberse interrumpido. Actualmente se espera que esta ratio aumente con lentitud desde alrededor del 88 % del PIB en 2023 hasta cerca del 90 % del PIB al final del horizonte de proyección, impulsada por la persistencia de los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento cada vez menores, pero todavía negativos.

### Gráfico 26

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre 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).

**Aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE ayudará a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de manera sostenida.** Como primer paso en la fase de aplicación del nuevo marco de gobernanza, los Estados miembros estaban obligados a presentar sus planes estructurales de política fiscal a medio plazo por primera vez a la Comisión Europea el 20 de septiembre a más tardar. Sin

embargo, varios países han indicado que van a aplazar la presentación hasta el 15 de octubre para que coincida con la de los proyectos de planes presupuestarios para 2025. Los Gobiernos deberían dar ahora pasos decididos en esa dirección en sus planes a medio plazo. A escala de la zona del euro, en los próximos años será necesario consolidar las finanzas públicas con un enfoque que favorezca el crecimiento.

# Recuadros

## 1 Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos: evolución a corto y largo plazo

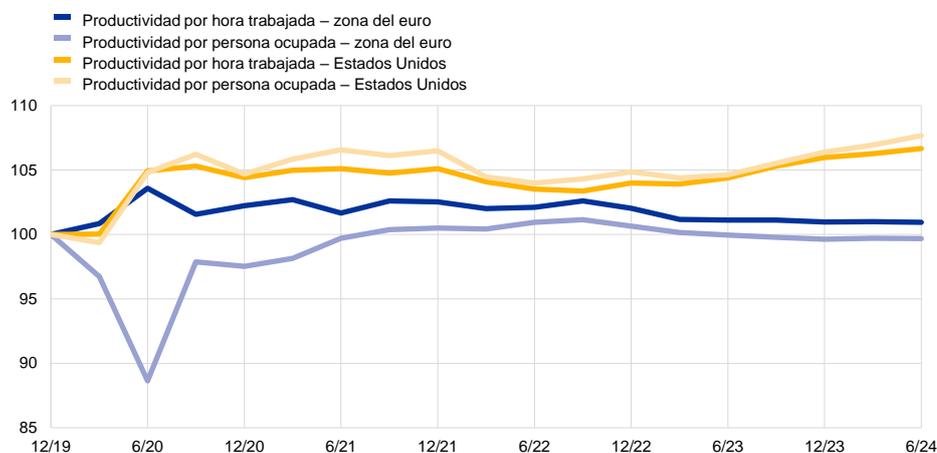
**António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramón Gomez-Salvador y Matthias Mohr**

**Entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2024, la productividad por hora trabajada aumentó un 0,9 % en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se incrementó un 6,7 %.** En términos históricos, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro ha ido a la zaga del registrado en Estados Unidos, pero la evolución observada en la zona del euro desde el inicio de la pandemia ha sido especialmente débil. La divergencia en el avance de la productividad comenzó en el segundo trimestre de 2020, ya que la contribución del factor trabajo en porcentaje del PIB disminuyó de forma más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro, lo que se tradujo en un repunte más significativo de la productividad (gráfico A). Ello se debió, en parte, a la puesta en marcha de programas de mantenimiento del empleo en la zona del euro mientras que el desempleo aumentaba con fuerza en Estados Unidos. Tras reducirse durante un breve período, la brecha de crecimiento de la productividad empezó a ampliarse de nuevo después de mediados de 2022, cuando, en la zona del euro, el avance de la productividad se vio lastrado por la intensa perturbación de los precios energéticos. En este recuadro se aborda el papel de la productividad sectorial y la evolución histórica para explicar la reciente brecha en el crecimiento de la productividad total entre las dos regiones, que obedece a factores tanto cíclicos como estructurales.

## Gráfico A

### Productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos

(IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y Bureau of Labor Statistics.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024.

#### El menor avance de la productividad del trabajo en la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2024 fue bastante generalizado en los distintos sectores.

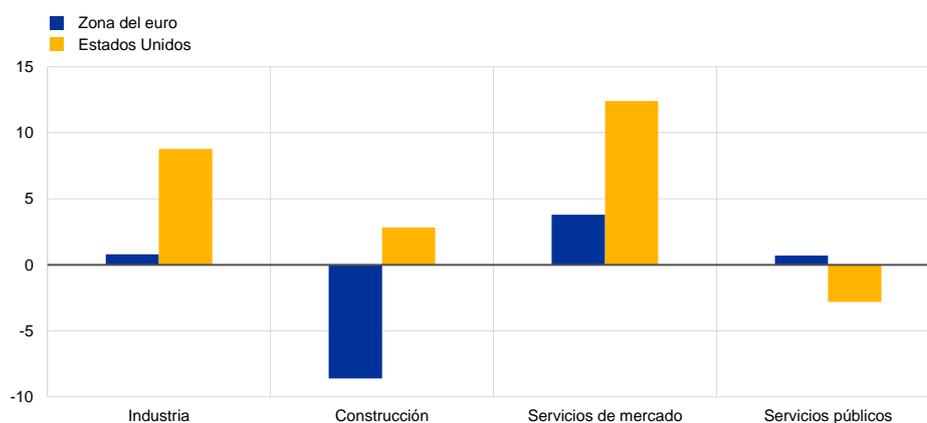
En Estados Unidos, la productividad por hora trabajada en los servicios de mercado aumentó un 12,4 %, mientras que en la zona del euro se incrementó solo un 3,8 % en el mismo período (gráfico B). Dos subsectores experimentaron una expansión mucho más vigorosa en Estados Unidos que en la zona del euro. En el país norteamericano, información y comunicaciones creció un 27,2 % y servicios profesionales un 18,7 %. En cambio, en la zona del euro estos subsectores registraron un crecimiento de solo el 6,5 % y el 5 %, respectivamente. En cuanto al sector industrial, la productividad por hora trabajada se incrementó un 8,8 % en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro únicamente aumentó un 0,8 %. Sin embargo, entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2022, el avance de la productividad del trabajo en dicho sector fue similar en ambas regiones. Por el contrario, la subida de los precios del gas a partir de 2021, que se vio agravada considerablemente por las repercusiones de la guerra de Rusia contra Ucrania, fue más intensa y se prolongó durante más tiempo en Europa que en Estados Unidos. Así pues, tuvo un impacto sustancialmente mayor en el sector industrial de la zona del euro, en el que la expansión de la producción se ralentizó y el empleo se mantuvo en niveles elevados. En los cuatro sectores considerados en el gráfico B, solo los servicios públicos registraron un mayor avance de la productividad en la zona del euro que en Estados Unidos. Análisis previos han mostrado que el crecimiento más acusado de la productividad en Estados Unidos desde la pandemia está asociado a la rotación del mercado

laboral y a un aumento de la inversión en digitalización<sup>1</sup>. Esta evolución generalizada pone de relieve el diferente carácter cíclico de la productividad en ambas regiones. Mientras que la productividad es muy procíclica en la zona del euro, tiende a serlo menos en Estados Unidos, donde el factor trabajo se ajusta a la producción con más flexibilidad<sup>2</sup>. En consecuencia, como el crecimiento del PIB fue más débil en la zona del euro que en Estados Unidos, la mayor prociclicidad de la zona del euro acentuó las diferencias de crecimiento de la productividad.

## Gráfico B

### Crecimiento de la productividad por hora trabajada en los sectores principales

(variación acumulada entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2024)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y Bureau of Labor Statistics.

### En ambas regiones, el avance de la productividad estuvo impulsado

principalmente por el crecimiento dentro de cada sector, más que por un cambio en la composición sectorial.

Esto se produjo a pesar de las bruscas variaciones en la producción que afectaron a los distintos sectores durante la pandemia, inicialmente debidas a los confinamientos y, posteriormente, a las perturbaciones en las cadenas globales de suministro<sup>3</sup>. La reasignación de trabajadores de sectores de baja productividad a otros de alta productividad (entre

<sup>1</sup> Véase M. Dao y J. Platzer, «[Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#)», *IMF Working Papers*, vol. 2024, n.º 124, FMI. Asimismo, la política industrial en Estados Unidos, como la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*) y la Ley de Chips y Ciencia (*Chips and Science Act*), pueden haber sido más efectivas para estimular la inversión en sectores clave, como argumentan F. Soyres, J. García-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*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17 de mayo, 2024. Véase también el recuadro titulado «[La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?](#)» *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024, que muestra que la inversión privada aumentó más en Estados Unidos que en la zona del euro.

<sup>2</sup> Véanse J. G. Fernald y J. C. Wang, «[Why Has the Cyclical of Productivity Changed? What Does It Mean?](#)», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Ó. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, 6 de mayo de 2024; el recuadro titulado «[Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024; el recuadro titulado «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024; y Ó. Arce, A. Consolo, A. Dias Da Silva y M. Mohr, «[More jobs but fewer working hours](#)», *The ECB Blog*, 7 de junio de 2023.

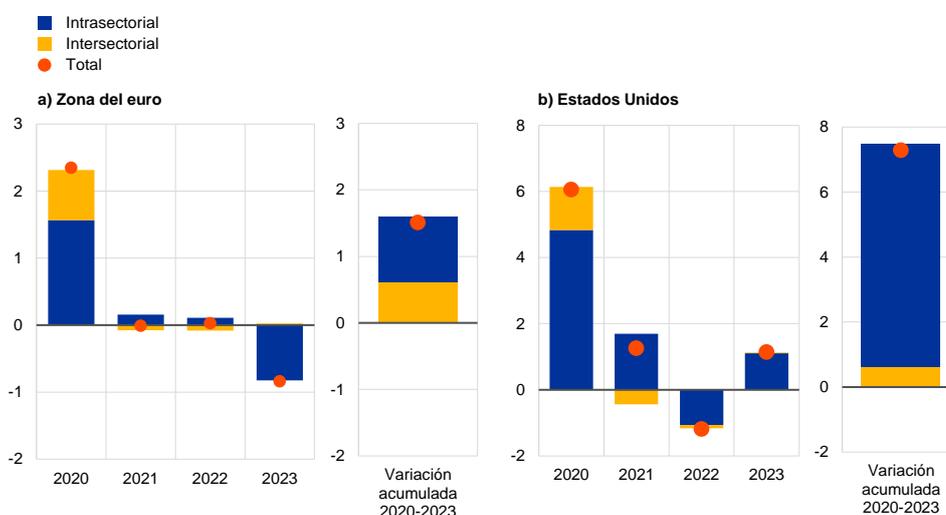
<sup>3</sup> Véanse el recuadro titulado «[Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024; el artículo titulado «[The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024; y A. Consolo y F. Petroulakis, «[Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#)» *Economica*, de próxima publicación.

componentes) fue positiva en 2020, pero tuvo un impacto positivo limitado sobre la variación acumulada de la productividad tras el primer trimestre de 2020 en ambas regiones (gráfico C). Este impacto limitado reflejó el cierre y la posterior reapertura de sectores de baja productividad. En general, la reasignación positiva lograda en 2020 representa la mitad del crecimiento acumulado de la productividad en la zona del euro entre 2020 y 2023. Este efecto fue igualmente importante en Estados Unidos, pero parece más limitado en términos relativos habida cuenta del crecimiento considerablemente más elevado de la productividad en ese país.

### Gráfico C

#### Análisis *shift-share* de la evolución de la productividad por hora trabajada

(variación anual y acumulada, 2020-2023)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat, Bureau of Economic Analysis y Bureau of Labor Statistics.  
 Nota: El cálculo sigue el análisis *shift-share* de C. Denis, K. McMorrow y W. Röger, «An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)», *European Economy — Economic Papers*, n.º 208, Comisión Europea, julio de 2004, p. 78.

#### La evolución posterior a la pandemia se suma a las dos décadas de ampliación de la brecha de productividad entre la zona del euro y Estados Unidos, lo que apunta a la influencia de los factores estructurales.

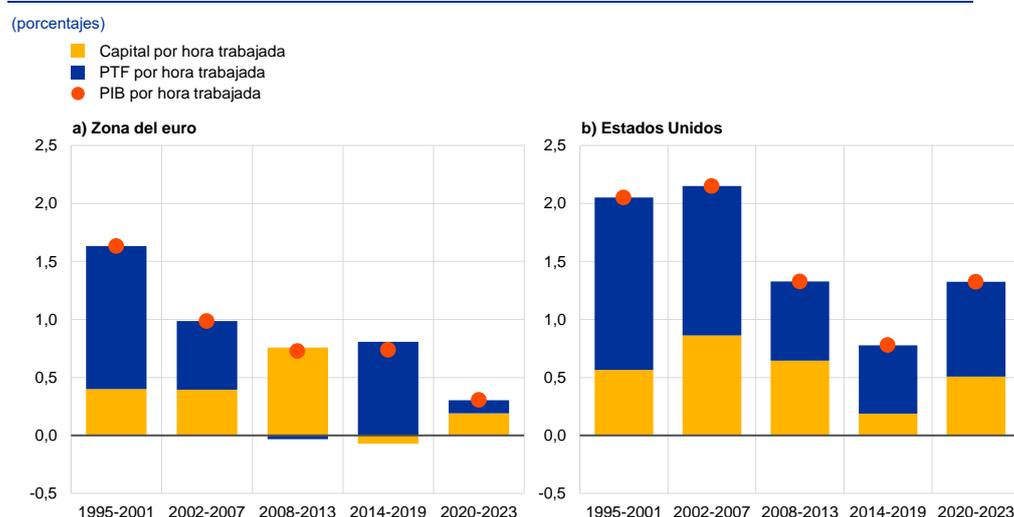
Entre 1995 y 2019, la productividad por hora trabajada en Estados Unidos aumentó en torno al 50 % —o un 2,1 % al año—. En la zona del euro solo se incrementó un 28 % —o un 1 % al año— durante dicho período<sup>4</sup>. La descomposición de la productividad en intensidad del capital y productividad total de los factores (PTF) muestra que, en la primera década de este siglo, la productividad de la zona del euro se vio afectada por una disminución acusada de la PTF (gráfico D). Entre 2014 y 2019, la PTF se recuperó en cierta medida, mientras que la contribución de la intensidad del capital fue negativa. Algunos autores concluyen que la mayor capacidad de Estados Unidos para crear y utilizar tecnologías digitales en el proceso productivo es uno de los principales determinantes de la brecha de productividad entre el país

<sup>4</sup> En el mismo período, la productividad por persona ocupada en Estados Unidos aumentó en torno al 44 % —o un 1,8 % al año—, mientras que en la zona del euro se incrementó solo el 20 % —o un 0,8 % al año—.

norteamericano y la zona del euro<sup>5</sup>. Aunque el aumento reciente de la inmigración ilegal podría haber inflado algo el crecimiento de la productividad desde la pandemia, su impacto se considera limitado. En la zona del euro, el impacto de la digitalización es muy dispar de unos sectores a otros, y el número de empresas que se benefician sustancialmente de ella es más reducido que en Estados Unidos. Esto puede deberse, en parte, al tamaño relativamente menor de las empresas de la zona<sup>6</sup>. Según nuestras estimaciones, basadas en datos de EU KLEMS (sobre capital [K], trabajo [L], energía [E], materiales [M] y servicios [S]), en el período 1995-2019 el sector de información y comunicaciones contribuyó en torno al 20 % del crecimiento total de la productividad por hora trabajada en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro la contribución de este sector solo fue del 12 % aproximadamente.

### Gráfico D

#### Descomposición del crecimiento de la productividad por hora trabajada



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

#### En resumen, la divergencia en el crecimiento de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos presenta características tanto cíclicas como estructurales.

El crecimiento significativamente menor de la productividad en la zona del euro en los últimos cuatro años se explica, en parte, por el carácter cíclico más pronunciado del avance de la productividad en esa región, por una pérdida más intensa y duradera de producción y renta real debido al aumento de los precios energéticos, y por el mayor impacto de la incertidumbre relacionada con la guerra de Rusia contra Ucrania. Sin embargo, en las dos décadas anteriores a la pandemia, la productividad del trabajo en Estados Unidos creció a un ritmo aproximadamente dos

<sup>5</sup> Véanse B. Van Ark, M. O'Mahoney y M. Timmer, «The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n.º 1, 2008, pp. 25-44; F. Schivardi y T. Schmitz, «The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades» *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n.º 5, 2020, pp. 2441-2486; y C.-T. Hsieh, P. J. Klenow y K. Shimizu, «Romer or Ricardo?», *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

<sup>6</sup> Véanse R. Reis, «Letting large European firms grow», *Think Tank*, Parlamento Europeo, 2024, y M. Poschke, «The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n.º 3, 2018, pp. 1-41; y R. Anderton, V. Botelho y P. Reimers, «Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?», *Working Paper Series*, n.º 2794, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2023.

veces superior al registrado en la zona del euro, lo que apunta a la influencia de los factores estructurales. Aspectos clave han sido, y siguen siendo, la productividad más elevada del sector de información y comunicaciones en Estados Unidos y la capacidad de innovación comparativamente menor de las empresas de la zona del euro. Estas diferencias podrían estar relacionadas con el tamaño medio más pequeño de dichas empresas. Las menores aportaciones tanto de la intensidad del capital como de la PTF en la zona del euro contribuyeron a esta divergencia. La adopción de medidas para impulsar la inversión productiva y elevar el crecimiento de la PTF podría respaldar la productividad a medio plazo<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> La brecha histórica de productividad con respecto a Estados Unidos también se analiza a escala de la UE en M. Draghi, «The future of European competitiveness — A competitiveness strategy for Europe», Informe a la Comisión Europea, 9 de septiembre de 2024. En él se sugiere que, para aumentar su competitividad, Europa debería adoptar medidas como la mejora de las condiciones para fomentar la innovación puntera.

## 2 Inclusión de la naturaleza en la actividad económica de la zona del euro

Mariana Martins Cardoso y Miles Parker

**La naturaleza aporta una serie de servicios críticos a la producción económica, muchos de los cuales no están suficientemente cuantificados en las estadísticas económicas convencionales.** Estas aportaciones, que suelen denominarse «servicios de los ecosistemas», engloban funciones vitales como la polinización, la filtración de aire y de agua, la captura de carbono y la provisión de cultivos, madera y otros recursos. El valor de estos servicios rara vez se mide directamente en estadísticas como las relativas al PIB. Por ejemplo, el precio de los alimentos incluye implícitamente el valor económico de la polinización natural, pero, en ausencia de una medición directa, ese valor se atribuye al sector agrícola.

Estas aportaciones, que suelen denominarse «servicios de los ecosistemas», engloban funciones vitales como la polinización, la filtración de aire y de agua, la captura de carbono y la provisión de cultivos, madera y otros recursos. El valor de estos servicios rara vez se mide directamente en estadísticas como las relativas al PIB. Por ejemplo, el precio de los alimentos incluye implícitamente el valor económico de la polinización natural, pero, en ausencia de una medición directa, ese valor se atribuye al sector agrícola.

**Se están llevando a cabo iniciativas para incorporar mejor la naturaleza en los indicadores de la actividad económica.** En este recuadro se analizan dos de ellas: el proyecto INCA (Integrated Natural Capital Accounting) del Centro Común de Investigación (JRC, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, y la iniciativa de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para medir el crecimiento del PIB ajustado por la contaminación. Aunque estos indicadores solo incluyen parcialmente la contribución económica de la naturaleza, ya ofrecen información útil sobre su papel en la actividad económica de la zona del euro.

**El proyecto INCA se basa en una amplia gama de datos geoespaciales y utiliza una variedad de herramientas de modelización para obtener el valor razonable de los servicios de los ecosistemas<sup>1</sup>.** Por ejemplo, el valor de la captura de carbono se calcula multiplicando las estimaciones del coste social del carbono por el volumen capturado, utilizando datos satelitales sobre la cobertura vegetal. En 2019, el valor estimado de los servicios ecosistémicos en la UE ascendió a más de 234 mm de euros, prácticamente igual al valor añadido bruto combinado de los sectores de la agricultura y la silvicultura (cuadro A). Aunque gran parte de los servicios de los ecosistemas se utilizaron en estos dos sectores, su uso en otros también fue considerable. Los hogares se beneficiaron del ocio en la naturaleza, el servicio ecosistémico de mayor valor de los estudiados.

---

<sup>1</sup> Centro Común de Investigación, «[Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#)», Comisión Europea, 2021.

## Cuadro A

Valor estimado de los servicios ecosistémicos en los 28 Estados miembros de la UE en 2019

(millones de euros)

Servicio ecosistémico	Método de valoración	Valor
Provisión de cultivos	Porcentaje del precio de mercado de los cultivos	23.145
Provisión de madera	Porcentaje de la producción forestal	16.379
Polinización	Valor de mercado del aumento de la producción	4.977
Captura de carbono	Coste social del carbono	13.271
Control de las inundaciones	Coste de daños evitados	18.016
Purificación de agua	Método del coste de reposición	61.882
Ocio en la naturaleza	Método del coste de desplazamiento	80.262
Provisión de agua	Método del coste de reposición	4.887
Filtración de aire de PM2.5	Costes sanitarios evitados	10.446
Captura de especies marinas	Beneficio neto	1.042
<b>Total</b>		<b>234.307</b>

Fuente: JRC (2021).

### La incorporación de factores naturales y medioambientales enriquece el análisis de los motores del crecimiento económico<sup>2</sup>.

La OCDE calcula el PIB ajustado por la contaminación restando el coste estimado de la contaminación, incluida la procedente del dióxido de carbono, el nitrógeno, el azufre y las partículas. Estos costes incluyen el cambio climático, daños en los ecosistemas, enfermedades y fallecimientos<sup>3</sup>. Por lo tanto, el PIB ajustado por la contaminación es inferior al PIB que se presenta en las cuentas nacionales. En la contabilidad convencional del crecimiento, los tres factores principales que contribuyen al crecimiento económico son el capital producido (como maquinaria, edificios e infraestructura), el trabajo y la productividad total de los factores (PTF). La PTF suele calcularse como el residuo después de eliminar de la producción las contribuciones del capital y del trabajo. La OCDE amplía este ejercicio midiendo también la contribución al crecimiento derivada de una mayor explotación de la naturaleza (por ejemplo, un aumento de la actividad minera o la maderera). La PTF ajustada por factores medioambientales puede calcularse como el residuo resultante de restar estos *inputs* al PIB ajustado por la contaminación.

### El valor añadido crece si el mismo producto se produce con menos *inputs* y, de manera equivalente, desde una perspectiva medioambiental de largo plazo, también aumenta si el mismo producto se obtiene con menos contaminación.

Entre 1996 y 2018, la contaminación disminuyó sustancialmente en la mayoría de las economías europeas, lo que incrementó el avance anual del PIB (ajustado por la contaminación) en Alemania, Francia e Italia (cuadro B) en más de 0,3 puntos porcentuales, que fue más del doble del ajuste por contaminación correspondiente a

<sup>2</sup> M. Cárdenas Rodríguez *et al.*, «[Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services](#)», *OECD Green Growth Papers*, noviembre de 2023.

<sup>3</sup> Solo en 2020 la contaminación atmosférica causó 238.000 fallecimientos prematuros en la UE; véase este ejemplo de costes ocasionados por las partículas en Agencia Europea de Medio Ambiente, «[Health impacts of air pollution in Europe](#)», 2022.

Estados Unidos. En China e India, el PIB creció a expensas de un aumento de la contaminación. En cuanto a los factores que contribuyeron a ello, la mayor explotación de la naturaleza apenas influyó en el crecimiento medio de los países de la OCDE, pero contribuyó algo en China e India.

### Cuadro B

Contribuciones al crecimiento, ajustadas por factores medioambientales, en las principales economías

(crecimiento: tasa de variación interanual; contribución: puntos porcentuales)

País	Indicadores del crecimiento de la producción			Contribuciones al crecimiento de la producción			
	Crecimiento del PIB	Crecimiento del PIB ajustado por la contaminación	Diferencia	Contribución del trabajo	Contribución del capital producido	Contribución de la explotación de la naturaleza	Crecimiento de la PTF ajustada por factores medioambientales
Francia	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Alemania	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italia	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Países Bajos	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
España	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Media de la UE-27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Estados Unidos	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
China	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
India	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Fuentes: Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023) y cálculos del BCE.  
Nota: Media del período 1996-2018.

**Estos ajustes por factores medioambientales dan lugar a un mayor crecimiento de la productividad medida en Europa (gráfico A).** En publicaciones recientes del BCE se ha puesto de relieve cómo la reducción de las emisiones durante la transición verde puede hacer que la productividad medida disminuya temporalmente<sup>4</sup>. Estos datos sugieren que es posible que este proceso ya esté ocurriendo. Los indicadores de la PTF estándar muestran que el avance medio anual de la productividad se ralentizó en el período comprendido entre 2009 y 2018 con respecto al período transcurrido entre 1996 y 2008 tanto en un conjunto de doce países de la zona del euro (ZE-12) (0,2 %, frente al 0,5 %) como en Estados Unidos (0,6 %, frente al 1,2 %)<sup>5</sup>. Aunque la PTF ajustada por factores medioambientales también registró una caída entre estos dos períodos, refleja un panorama menos pesimista del reciente crecimiento de la productividad. Con esta metodología, el

<sup>4</sup> Véanse el artículo titulado «How climate change affects potential output», *Boletín Económico*, número 6/2023, Banco Central Europeo, y Bijmans *et al.*, 2024, «The impact of climate change and policies on productivity», *ECB Occasional Paper Series*, n.º 340.

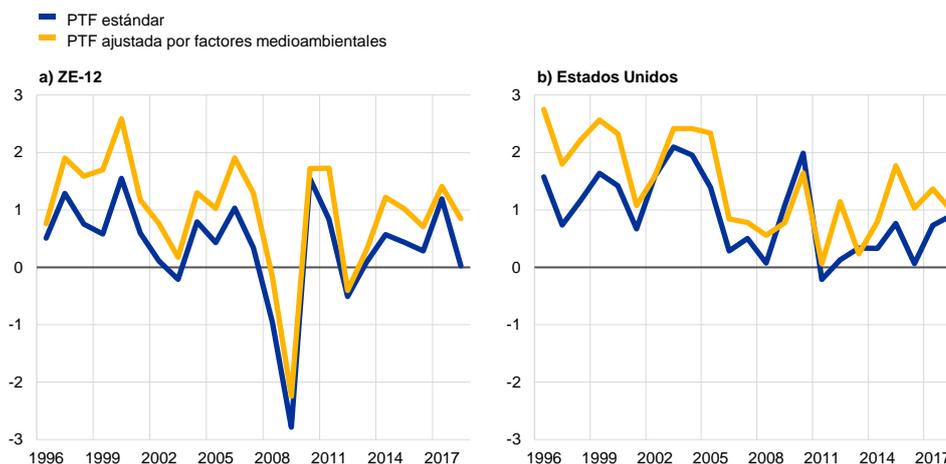
<sup>5</sup> La ZE-12 comprende Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España, ponderados por el PIB de 2013.

crecimiento de la PTF se situó, en promedio, en el 0,6 % en los países de la ZE-12 y en el 1 % en Estados Unidos en el período transcurrido entre 2009 y 2018<sup>6</sup>.

### Gráfico A

Diferencia entre el crecimiento de la PTF estándar y el de la PTF ajustada por factores medioambientales

(puntos porcentuales)



Fuentes: Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023), OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La ZE-12 comprende Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España, ponderados por el PIB de 2013.

**La verdadera importancia que tiene la naturaleza para la actividad económica es probablemente superior a las estimaciones anteriores, por lo que la degradación continuada de la naturaleza puede reducir la capacidad productiva futura de manera sustancial<sup>7</sup>.** Muchos servicios ecosistémicos aún no se han cuantificado y, como resultado, se subestima su valor. Además, su importancia económica depende también de si pueden ser reemplazados por otros factores de producción. Por ejemplo, el trabajo manual ya sustituye la polinización natural de algunos cultivos de alto valor, pero sería imposible hacerlo para todos los cultivos. La sobreexplotación de los recursos naturales puede impulsar la producción a corto plazo, pero puede ser insostenible en horizontes más largos, ya que la degradación de la naturaleza reduce, en última instancia, el flujo de servicios de los ecosistemas y, por consiguiente, la actividad económica<sup>8</sup>.

**Medir directamente los servicios ecosistémicos dentro del PIB es un avance importante, pero insuficiente, para comprender los efectos a largo plazo.** Ya están contempladas algunas mejoras en los datos, y Eurostat tiene previsto publicar cuentas de los ecosistemas a partir de 2026, basándose en el trabajo realizado en el marco del proyecto INCA. Inicialmente se incluirán siete servicios ecosistémicos en unidades físicas (por ejemplo, volumen de cultivos atribuibles a la polinización

<sup>6</sup> El dato de 2009 correspondiente a la ZE-12 influye notablemente en estas medias. En el período comprendido entre 2010 y 2018, el crecimiento medio de la PTF ajustada por factores medioambientales en la ZE-12 fue, en general, acorde con el dato registrado en Estados Unidos.

<sup>7</sup> Véase B. Döhning *et al.*, «Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity», *European Economy Discussion Papers*, n.º 180, Comisión Europea, febrero de 2023.

<sup>8</sup> Véase T. Kuchler *et al.*, «The economics of biodiversity loss», trabajo presentado en el Foro de Sintra del BCE, 2024.

silvestre o toneladas de captura de carbono), y se está estudiando la viabilidad de calcular el valor monetario<sup>9</sup>. Sin embargo, el Producto Interior *Bruto* no capta todos los impactos de la degradación de la naturaleza, dado que no incluye la depreciación del capital. Por lo tanto, la degradación de la naturaleza ocasionada por una explotación insostenible nunca se reflejará en el PIB, aunque los servicios de los ecosistemas estén reconocidos. Comprender plenamente las implicaciones para la producción futura requiere prestar atención al Producto Interior *Neto*, donde sí se tiene en cuenta la depreciación. Asimismo, varios servicios ecosistémicos reducen el impacto de fenómenos climáticos extremos, como las inundaciones. Los beneficios económicos pueden ser sustanciales, pero no son observables y solo pueden calcularse utilizando modelos económicos para determinar en qué medida disminuiría la actividad sin su protección.

**También son necesarios avances en la modelización económica para cuantificar mejor los beneficios que proporcionan los servicios ecosistémicos e identificar qué sectores dependen de ellos.** Estos conocimientos ayudarán a detectar los casos en los que invertir en la naturaleza podría aportar beneficios netos a medio plazo. También servirán para aclarar cómo las disrupciones en los servicios de los ecosistemas, tanto las que se producen a escala nacional como internacional, se propagan a la economía a través de las cadenas de suministro. Esas disrupciones frenarán la actividad económica real, independientemente de si dichos servicios se miden directamente o no. Véase en el artículo 2 de este Boletín Económico un análisis más detallado de los impactos económicos y financieros de la degradación de la naturaleza y la pérdida de biodiversidad.

---

<sup>9</sup> Provisión de cultivos, polinización de cultivos, provisión de madera, filtración de aire, regulación climática mundial, regulación climática local, servicios relacionados con el turismo basado en la naturaleza. Véase [COM/2022/329 Reglamento por el que se modifica el Reglamento \(UE\) n.º 691/2011 en lo referente a la introducción de nuevos módulos en las cuentas económicas medioambientales](#).

### 3 Causas de la persistencia del pesimismo de los hogares de la zona del euro y sus implicaciones para el consumo privado

Alina Bobasu, Dario Esposito y Johannes Gareis

**La confianza de los consumidores de la zona del euro se desplomó cuando Rusia lanzó su invasión a gran escala de Ucrania y desde entonces se ha mantenido en un nivel reducido, aunque ha experimentado una leve recuperación.** La confianza de los consumidores ha ido mejorando gradualmente desde el mínimo registrado tras la invasión, en septiembre de 2022. Sin embargo, todavía no ha retornado a su media anterior a la pandemia y en agosto de 2024 se situaba muy por debajo de los niveles previos a la invasión (gráfico A). En este recuadro se analizan los factores subyacentes que explican esta debilidad de la confianza y se examinan las implicaciones del nivel persistentemente bajo de confianza para el consumo privado a corto plazo.

**Las expectativas de los hogares sobre la situación económica general, en particular, están afectando a la confianza de los consumidores.** El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea es un indicador compuesto calculado como la media aritmética de las series de saldos de respuestas (es decir, la diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el porcentaje de respuestas negativas) a cuatro preguntas de la encuesta. Estas preguntas se refieren a las expectativas de los hogares para los próximos doce meses en lo que respecta a su situación financiera, la situación económica general y las grandes compras, así como a su percepción de su situación financiera en los últimos doce meses<sup>1</sup>. Las expectativas de este sector sobre la situación económica general se han mantenido prácticamente sin variación desde mediados de 2023, lo que ha impedido una recuperación adicional de la confianza de los consumidores tras el repunte observado a raíz del fuerte deterioro que siguió a la invasión (gráfico A). En cambio, todos los demás componentes de la confianza de los consumidores han seguido mejorando y, a mediados de 2024, la valoración de los hogares de su situación financiera pasada y de su intención de realizar grandes compras se situaba marginalmente por encima de las medias previas a la pandemia.

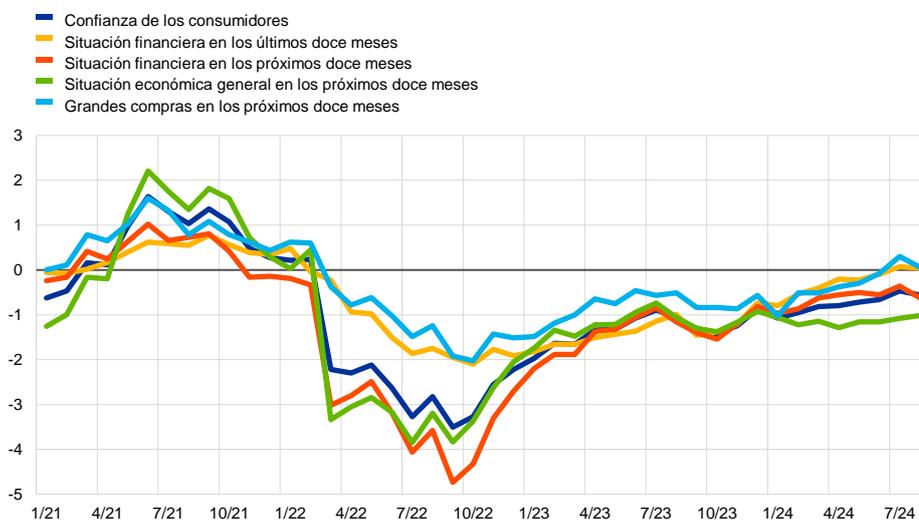
---

<sup>1</sup> Véase «[A revised consumer confidence indicator](#)», Comisión Europea, 2018.

## Gráfico A

### Confianza de los consumidores y sus componentes

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se han estandarizado para el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2019, y la línea cero señala la media anterior a la pandemia. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

**Un modelo de regresión lineal capta la relación histórica entre la confianza de los consumidores y distintos determinantes del consumo privado<sup>2</sup>.** El modelo realiza una regresión de la confianza de los consumidores sobre una constante, dos retardos de la confianza de los consumidores y los valores contemporáneos de la tasa de inflación, la tasa de desempleo, una medida de los costes de financiación, la tasa de variación interanual de los precios de las acciones, la tasa de variación interanual de los precios de la vivienda y las expectativas de inflación y de desempleo de los hogares para los próximos doce meses<sup>3</sup>. Los retardos permiten que la confianza de los consumidores responda de forma gradual a cambios en las demás variables. Se incluyen las expectativas de los hogares relativas a la inflación y el desempleo futuros porque con frecuencia reflejan mejor la confianza de los consumidores que los datos observados, dado que determinan las percepciones del bienestar de los hogares<sup>4</sup>. Asimismo, por definición, reflejan el carácter prospectivo de la mayoría de los componentes de la confianza de los consumidores<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Véase también M. A. Bolhuis, J. N. Cramer, K. O. Schulz y L. H. Summers, «[The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#)», *Working Paper*, n.º 32163, National Bureau of Economic Research, febrero de 2024.

<sup>3</sup> Las expectativas de inflación y de desempleo de los hogares se obtienen de la encuesta de opinión de la Comisión Europea. Las primeras se refieren a las expectativas de inflación trimestral para los próximos doce meses en términos cuantitativos, mientras que las segundas reflejan las expectativas de desempleo de los hogares para los próximos doce meses en términos cualitativos.

<sup>4</sup> Para más información sobre la relevancia de las expectativas de inflación de los hogares para la confianza de los consumidores de la zona del euro, véase «[European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#)», *Technical Paper*, n.º 074, Comisión Europea, julio de 2024.

<sup>5</sup> No obstante, dado que las expectativas de los hogares sobre la inflación y el desempleo futuros en 2022 eran colineales con la incertidumbre general en torno a la invasión rusa de Ucrania, es posible que los coeficientes estimados para estas dos variables del modelo también capten factores relacionados con el conflicto bélico distintos de los efectos de la inflación y el desempleo.

**Según el modelo, el aumento de la inflación tanto observada como esperada fue la causa inicial de la disminución de la confianza de los consumidores en comparación con el período previo a la invasión. Posteriormente, el deterioro se debió a los efectos cada vez más negativos del incremento de los costes de financiación y de la caída de los precios de la vivienda.** Los resultados del modelo muestran que el retroceso de la confianza de los consumidores de la zona del euro tras la invasión rusa de Ucrania con respecto al cuarto trimestre de 2021 tuvo su origen, en gran medida, en el aumento de la inflación, tanto observada como esperada (gráfico B). A su vez, la recuperación ulterior de la confianza se vio favorecida principalmente por la caída de la inflación observada y de la esperada. Las expectativas de desempleo de los hogares también disminuyeron en 2023 en comparación con 2022, pero en el segundo trimestre de 2024 continuaban siendo más elevadas que en el cuarto trimestre de 2021<sup>6</sup>. Además, el endurecimiento de la política monetaria contribuyó al encarecimiento de los costes de financiación y al descenso de los precios de la vivienda, que comenzaron a incidir de forma adversa en la confianza de los consumidores desde mediados de 2022. Por último, como indicaba la contribución negativa de los residuos de la regresión, esta confianza siguió siendo marginalmente más débil que en el cuarto trimestre de 2021, debido a otros factores que no quedaron reflejados en el modelo, posiblemente como consecuencia de la elevada incertidumbre geopolítica y sobre la política económica<sup>7</sup>.

---

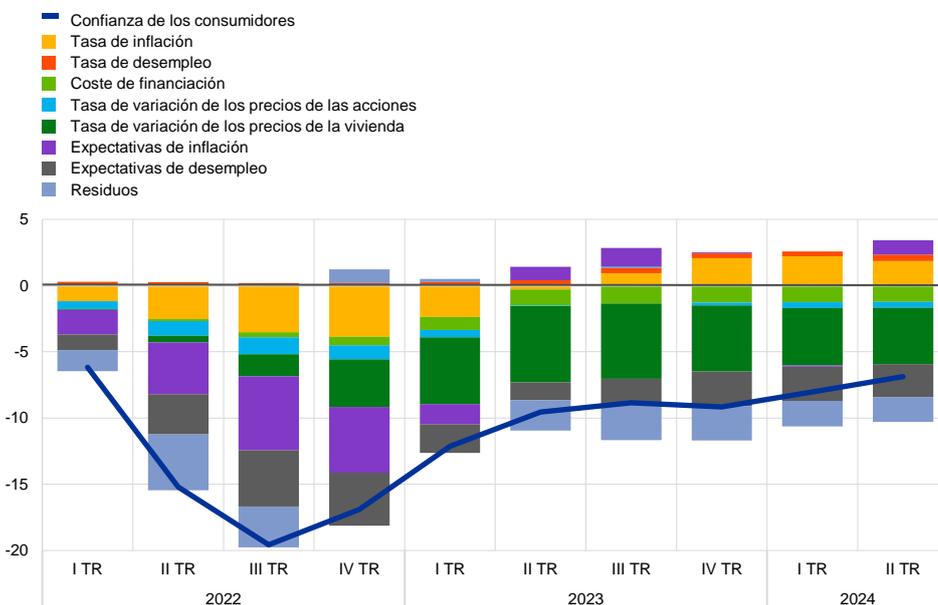
<sup>6</sup> Las elevadas expectativas de desempleo en comparación con el cuarto trimestre de 2021 contrastan con los favorables resultados del mercado de trabajo, ya que la tasa de paro se redujo de forma sostenida desde el cuarto trimestre de 2021 hasta el segundo trimestre de 2024, lo que respaldó marginalmente la confianza de los consumidores durante ese período. La tasa y las expectativas de desempleo sostuvieron la confianza de los consumidores en el segundo trimestre de 2024, ya que ambas se situaban por debajo de sus respectivas medias anteriores a la pandemia.

<sup>7</sup> Esta evolución es acorde, en líneas generales, con el indicador de incertidumbre de los consumidores de la Comisión Europea, que cayó de forma significativa desde el máximo alcanzado en el tercer trimestre de 2022 hasta el segundo trimestre de 2024, pero se mantuvo en niveles elevados en comparación con el cuarto trimestre de 2021.

## Gráfico B

### Determinantes de la confianza de los consumidores basados en modelos

(saldos netos y contribuciones en puntos porcentuales, desviaciones con respecto al cuarto trimestre de 2021)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las contribuciones de las variables explicativas en una regresión de la confianza trimestral de los consumidores sobre una constante, dos retardos de la confianza de los consumidores y los valores contemporáneos de la tasa de inflación, la tasa de desempleo, una medida de los costes de financiación, la tasa de variación interanual del precio de las acciones, la tasa de variación interanual de los precios trimestrales de la vivienda y las expectativas de inflación y desempleo de los hogares para los próximos doce meses. El coste de financiación se aproxima por el tipo de interés del crédito al consumo. El modelo se estima utilizando datos desde el primer trimestre de 2004 hasta el segundo trimestre de 2024 e incluye una variable ficticia para cada trimestre de 2020. Los últimos datos corresponden al segundo trimestre de 2024, excepto para la tasa de variación de los precios de la vivienda, que se proyecta para el segundo trimestre de 2024 utilizando un modelo AR (2) univariante.

### La confianza de los consumidores tiende a estar estrechamente

**correlacionada con el crecimiento del consumo privado.** Como se ha mostrado anteriormente, la confianza de los consumidores viene determinada por variables que también son determinantes del consumo privado. Por lo tanto, recoge información fundamental sobre el estado actual y futuro de la economía<sup>8</sup>. Por ejemplo, en el período anterior a la pandemia, la confianza de los consumidores presentaba, en general, una alta correlación con el crecimiento trimestral del consumo, sobre todo durante las fases de desaceleración económica<sup>9</sup>.

**El hecho de que la confianza de los consumidores siga siendo reducida sugiere que el consumo privado solo mejorará moderadamente en el corto plazo.** Un modelo de ecuación puente que vincula la confianza trimestral de los consumidores con el crecimiento trimestral del consumo privado prevé un ligero

<sup>8</sup> Una ventaja evidente del indicador de confianza de los consumidores con respecto a los determinantes del consumo privado es su rápida disponibilidad. Véase también el recuadro titulado «¿Predice la confianza de los consumidores la evolución del consumo privado?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2015.

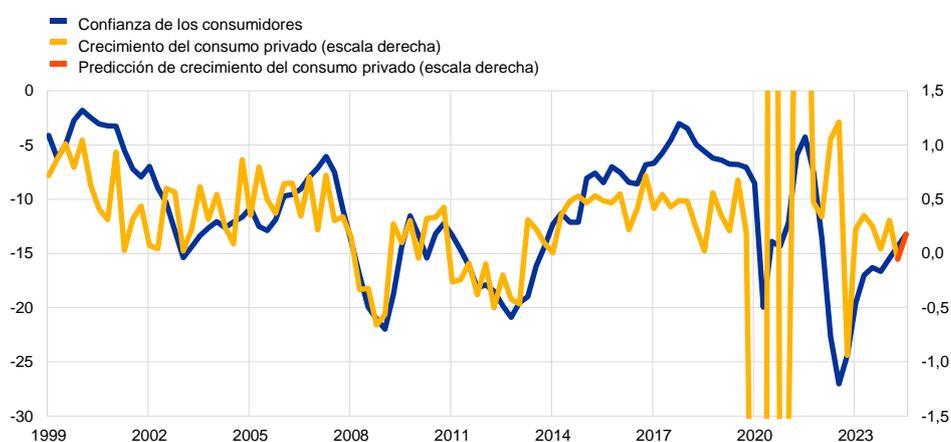
<sup>9</sup> Véase también el artículo titulado «Confidence indicators and economic developments», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2013.

aumento del gasto en consumo en el tercer trimestre de 2024 (gráfico C)<sup>10</sup>. Sin embargo, las perspectivas de consumo privado se ven ensombrecidas por la incertidumbre acerca de la evolución de los determinantes subyacentes de la confianza de los consumidores. De cara al futuro, es probable que la confianza de los consumidores de la zona del euro siga repuntando a medida que la inflación continúe disminuyendo, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo proporcione un apoyo sostenido y las rentas reales se recuperen. Sin embargo, los efectos de la reciente fase de endurecimiento de la política monetaria probablemente persistirán durante algún tiempo, y la elevada incertidumbre geopolítica y sobre la política económica podría frenar su recuperación.

### Gráfico C

#### Confianza de los consumidores y crecimiento del consumo privado

(escala izquierda: saldos netos; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para el crecimiento del consumo privado y a agosto de 2024 para la confianza de los consumidores. La línea roja refleja la predicción de crecimiento del consumo privado para el tercer trimestre de 2024 basada en un modelo de ecuación puente que realiza una regresión del crecimiento intertrimestral del consumo privado sobre una constante, su propio retardo y los valores contemporáneos de la confianza trimestral de los consumidores, utilizando datos desde el primer trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre de 2024 e incluyendo una variable ficticia para cada trimestre de 2020. En la predicción para el tercer trimestre de 2024 se supone que la confianza trimestral de los consumidores se sitúa en el nivel medio de julio y agosto.

<sup>10</sup> Una evaluación fuera de la muestra del modelo de ecuación puente muestra que la capacidad predictiva, medida por el error cuadrático medio, se deterioró significativamente durante la pandemia, aunque ha ido mejorando desde principios de 2023. En cuanto a los componentes de la confianza de los consumidores, la evaluación pone de manifiesto que las expectativas financieras de los hogares mostraron una correlación algo más estrecha con el crecimiento del consumo privado que la confianza general de los consumidores antes de la pandemia, pero las diferencias relativas entre la capacidad predictiva de los componentes han pasado a ser marginales en el período más reciente. En conjunto, los resultados de la evaluación deben interpretarse con cautela, dada la reducida muestra disponible para el período más reciente, y revisarse con los nuevos datos disponibles. Véase también el recuadro titulado «¿El PMI es un indicador fiable para realizar previsiones a corto plazo del PIB real de la zona del euro?», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

## 4 Resultados de una encuesta a empresas líderes sobre las tendencias del mercado de trabajo y la adopción de la IA generativa

Agostino Consolo, Guzmán González-Torres Fernández, Richard Morris y Christofer Schroeder

**En una encuesta reciente del BCE a empresas no financieras líderes se preguntaba por los determinantes de algunas de las principales características del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años.**

Entre estas características se encuentran una mayor tendencia de las empresas a mencionar dificultades de contratación; unos niveles de empleo elevados y en aumento a pesar del estancamiento de la actividad económica (y, por tanto, menor productividad laboral); un descenso notable de las horas medias trabajadas, y un incremento del teletrabajo. En esa parte de la encuesta se incluían una serie de afirmaciones generales con las que los encuestados podían estar de acuerdo, totalmente de acuerdo, en desacuerdo, totalmente en desacuerdo, o no estar de acuerdo ni en desacuerdo. Se pidió a los encuestados que adoptasen una perspectiva de medio plazo y que compararan el entorno actual con el imperante en los cinco-diez años anteriores. Si estaban de acuerdo o totalmente de acuerdo con una afirmación general, también se les solicitaba que contestaran a una serie de preguntas adicionales en las que se exploraban las razones.

**También se preguntó a las empresas por la adopción de la inteligencia artificial generativa (IA generativa).** La IA generativa es el último avance en una época de rápido desarrollo tecnológico y puede tener un impacto profundo en el mercado de trabajo y en la productividad. En la encuesta se preguntaba a las empresas: i) si utilizaban de manera operativa la IA generativa, y, en caso afirmativo, ii) desde cuándo; iii) qué proporción de los empleados usaban la IA generativa en su trabajo al menos una vez a la semana, y iv) cuáles habían sido los principales motivos de su adopción. El cuestionario se envió a sociedades con las que el BCE mantiene contactos periódicos con el fin de recabar información sobre las perspectivas de actividad, precios y empleo<sup>1</sup>. La encuesta se llevó a cabo entre finales de mayo y finales de junio de 2024, y se recibieron 46 respuestas.

**La gran mayoría de los encuestados coincidieron en que en los últimos años habían aumentado las dificultades para contratar personal e hicieron hincapié en la insuficiencia de trabajadores con las cualificaciones requeridas (gráfico A).** Más del 90 % estaba de acuerdo o totalmente de acuerdo con la afirmación de que la contratación del personal que necesitaban era más difícil que en los cinco-diez años anteriores, lo que es indicativo de una escasez generalizada de mano de obra. De esta proporción, el 90 % convino en que faltaban candidatos con las cualificaciones requeridas, lo que apunta a una insuficiencia de trabajadores cualificados. Un porcentaje algo más bajo, aunque significativo (ligeramente inferior

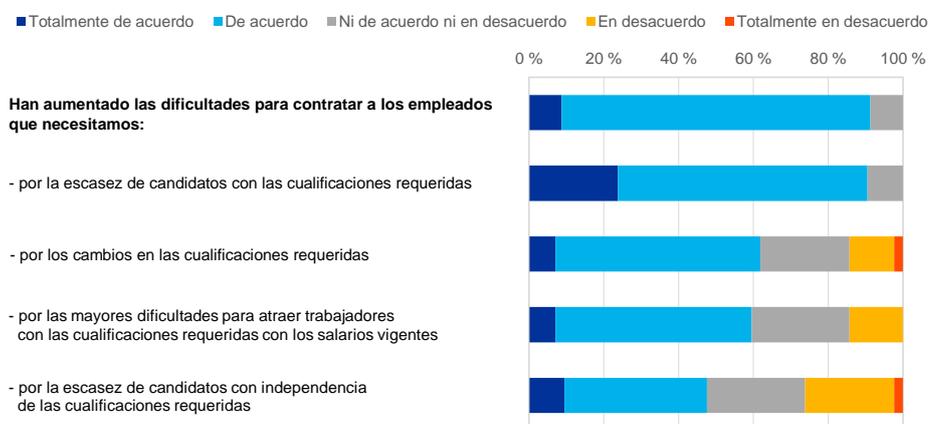
<sup>1</sup> Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

al 50 %) declaró que había una escasez general de candidatos con independencia de las cualificaciones requeridas. Las empresas que sufrían esta escasez general eran, en su mayor parte, las que operaban en sectores de servicios intensivos en mano de obra o con una producción importante en Alemania. Por lo que se refiere a los factores de demanda, alrededor de dos tercios de los encuestados estaban de acuerdo en que los cambios en las cualificaciones que solicitaban habían incrementado las dificultades de contratación, mientras que casi el 60 % indicó que los niveles salariales vigentes hacían más complicado atraer a los trabajadores con las cualificaciones necesarias.

## Gráfico A

### Resumen de las respuestas sobre la escasez de trabajadores

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Las barras indican el porcentaje de encuestados que seleccionaron cada una de las cinco respuestas posibles. Se pidió a todos los encuestados que respondieran a la afirmación general que aparece en negrita. Si estaban de acuerdo o totalmente de acuerdo con ella, también debían responder a preguntas adicionales para conocer las razones. Los porcentajes relativos a este subconjunto de preguntas acerca de las razones se refieren al subconjunto de encuestados que estaban de acuerdo o totalmente de acuerdo con la afirmación general.

**Algo más de una tercera parte de los encuestados coincidieron en que sus empresas se inclinaban más por mantener a los trabajadores en plantilla cuando las condiciones de negocio se deterioraban, y casi todos asociaban esta práctica con la previsión de que tendrían dificultades para contratar personal cuando las condiciones mejoraran (gráfico B).** Esto apunta a una

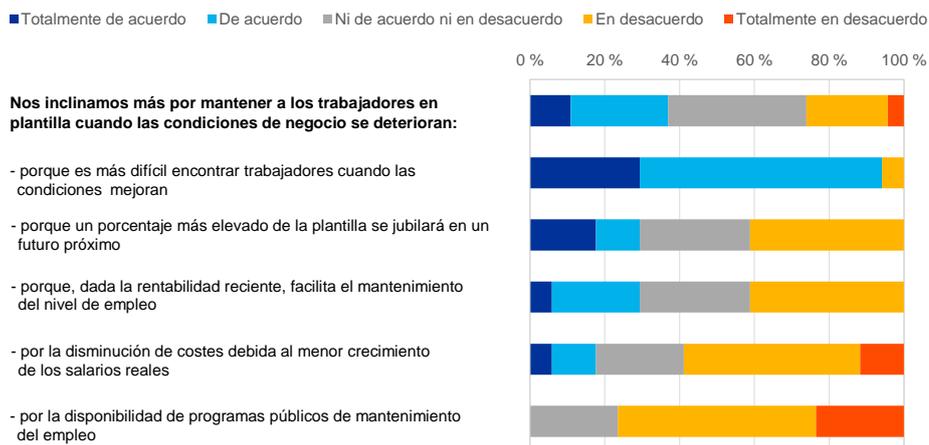
relación estrecha entre el atesoramiento de empleo y la escasez de trabajadores. Hubo más desacuerdo que acuerdo en las demás afirmaciones, aunque alrededor de la mitad de las empresas que estaban más dispuestas a retener a su personal consideraba que al menos otro factor era relevante. Aproximadamente un tercio de los encuestados señaló que un factor era el aumento previsto de las jubilaciones en un futuro próximo. Una proporción similar convino en que la rentabilidad reciente había facilitado el mantenimiento de los trabajadores en plantilla, y en torno al 20 % se mostró de acuerdo en que un motivo era el menor crecimiento de los salarios reales. Esto proporciona cierto respaldo, aunque limitado, a análisis anteriores de la

importancia de estos factores para la resiliencia del empleo desde finales de 2022<sup>2</sup>. Ninguno de los encuestados estuvo de acuerdo con la afirmación de que los programas públicos de mantenimiento del empleo jugaran un papel significativo.

## Gráfico B

### Resumen de las respuestas sobre el atesoramiento de trabajo

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico A.

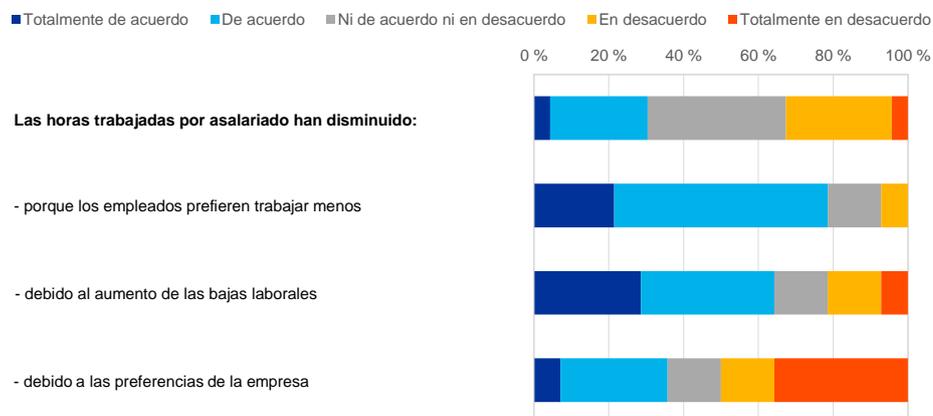
**Entre los encuestados que coincidieron en que las horas trabajadas por asalariado habían disminuido, el motivo más importante mencionado fue la preferencia de los empleados por trabajar menos (gráfico C).** El 80 % de los participantes en la encuesta que estaban de acuerdo en que las horas trabajadas habían disminuido afirmaron que esto se debía (al menos en parte) a que los empleados preferían trabajar menos, y dos tercios consideraban que el aumento de las bajas laborales era un factor influyente. En cambio, solo uno de cada tres manifestó que esta tendencia reflejaba las preferencias de la empresa (aunque más de la mitad no estaba de acuerdo con esta afirmación, incluido un tercio que estaba totalmente en desacuerdo).

<sup>2</sup> Véanse los recuadros titulados «Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales» y «Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

## Gráfico C

### Resumen de las respuestas sobre las horas trabajadas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico A.

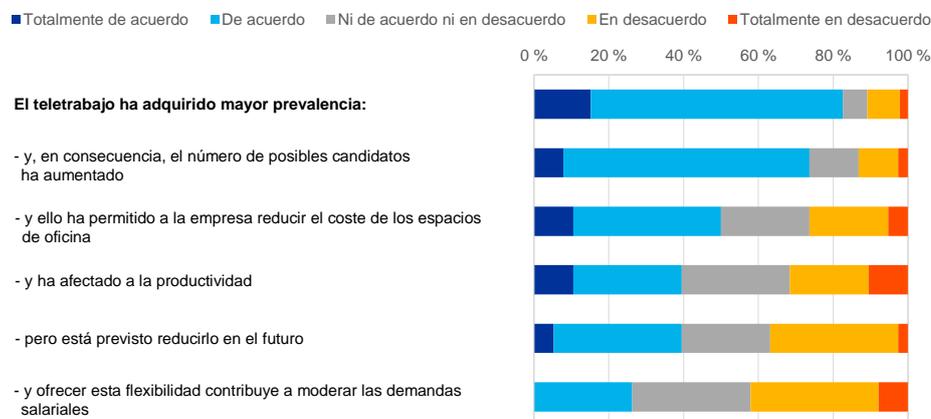
### Los encuestados confirmaron el incremento generalizado del teletrabajo, y la mayoría estaba de acuerdo en que esa posibilidad ampliaba el número de candidatos potenciales (gráfico D).

Algo más del 80 % de los participantes en la encuesta indicó que el teletrabajo había adquirido mayor prevalencia y, de ese porcentaje, el 75 % coincidió en que el trabajo a distancia había aumentado el número de posibles candidatos. Alrededor de la mitad señaló que el teletrabajo había permitido a su empresa reducir los espacios de oficina y los costes fijos asociados. En cambio, solo una cuarta parte convino en que había contribuido a moderar las demandas salariales, mientras que casi la mitad no estuvo de acuerdo. En torno al 40 % se mostró de acuerdo con la afirmación de que el aumento del teletrabajo había lastrado la productividad (y un porcentaje similar señaló su intención de reducir el trabajo a distancia en el futuro), mientras que algo más del 30 % no estuvo de acuerdo.

## Gráfico D

### Resumen de las respuestas sobre el teletrabajo

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

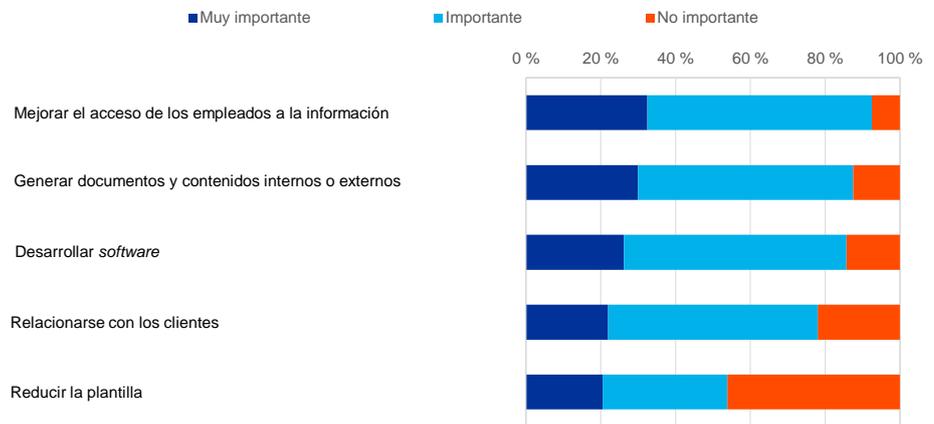
Nota: Véanse las notas del gráfico A.

**En cuanto a las preguntas sobre el uso de la IA generativa, casi tres cuartas partes de los encuestados afirmaron que sus empresas ya estaban utilizando esta tecnología, y las razones esgrimidas eran diversas (gráfico E).** La mayoría de los encuestados que ya utilizan la IA generativa de manera operativa la habían introducido hacía relativamente poco, con una adopción significativa durante 2023. Aproximadamente la mitad calculaba que no más del 10 % de su plantilla usaba la IA generativa al menos una vez a la semana, mientras que solo el 6 % indicó que un porcentaje superior al 25 % de sus empleados la utilizaba regularmente. Por lo que se refiere a las principales razones para adoptar la IA generativa, el más mencionado fue la mejora del acceso de los empleados a la información, que más del 90 % de los encuestados consideraban importante o muy importante. Este motivo iba seguido muy de cerca por el uso de la IA generativa para generar contenidos, desarrollar *software* y relacionarse con los clientes. Alrededor de la mitad de los que emplean esta tecnología coincidieron en que reducir el número de empleados era también una razón importante. Además, varios encuestados hicieron hincapié en que el uso de la IA generativa aún se encontraba en una fase experimental, en la que las empresas estaban aprendiendo y tratando de identificar casos de uso para aumentar la productividad, la calidad y la eficiencia.

### Gráfico E

## Resumen de las respuestas sobre los principales motivos para adoptar la IA generativa

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Las barras indican el porcentaje de encuestados que seleccionaron cada una de las tres respuestas posibles.

## 5 La evolución reciente de los salarios y el papel de la deriva salarial

Colm Bates, Katalin Bodnár y Kathinka Schlieker

**El seguimiento de los salarios es un elemento clave del enfoque que aplica el BCE para analizar las perspectivas de inflación.** Esto refleja el destacado papel que desempeñan los salarios en la dinámica de la inflación subyacente, en particular del componente de servicios, que se ha mantenido persistente. Las perspectivas de continuación del proceso de desinflación contempladas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024 se sustentan, entre otros factores, en las expectativas de moderación del crecimiento salarial.

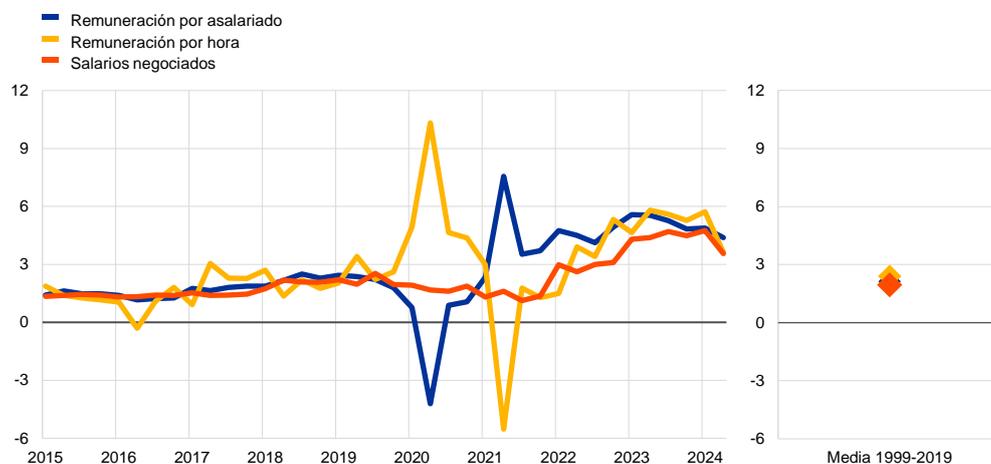
**El avance de los salarios en la zona del euro ha sido pronunciado desde la reapertura posterior a la pandemia, y también ha reflejado la perturbación inflacionista que se produjo a raíz del estallido de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, pero actualmente está mostrando señales de moderación.** Un indicador clave para la valoración del crecimiento salarial en la zona del euro es la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado. Esta tasa se había incrementado sucesivamente hasta alcanzar un nivel elevado (5,5 %) en el segundo trimestre de 2023, pero se redujo hasta el 4,8 % en el primer trimestre de 2024 y de nuevo hasta el 4,3 % en el segundo, lo que constituye una moderación algo más intensa de lo previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre. Otros indicadores salariales, como la remuneración por hora, también muestran signos de desaceleración. Pese a esta moderación, las tasas de crecimiento de los distintos indicadores se han mantenido en cotas altas, en torno al doble de sus medias históricas (que en todos los indicadores se sitúan en torno al 2,1 %). La media de largo plazo incorpora asimismo períodos de bajo crecimiento de los salarios y, por lo tanto, no debe considerarse que indica un objetivo. En consecuencia, las tasas de crecimiento también permanecen por encima de la tasa de avance de los salarios compatible con el objetivo de inflación del 2 % y de un crecimiento de la productividad del 1 %. Ello refleja fundamentalmente el fuerte impacto de la compensación por la alta inflación pasada y la correspondiente recuperación de los salarios reales (gráfico A). Las diferencias entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de los salarios negociados apuntan a la influencia de la «deriva salarial» a la hora de explicar la dinámica salarial<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2018.

## Gráfico A

### Indicadores de costes laborales en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024.

**Por definición, la deriva salarial recoge todos los elementos efectivamente pagados en los sueldos y salarios por trabajador que no están cubiertos por los acuerdos salariales negociados en los convenios colectivos, como el pago de primas individuales y las horas extraordinarias.** El crecimiento de la remuneración por asalariado puede descomponerse en contribuciones de los sueldos y salarios y cotizaciones sociales a cargo de la empresa. A su vez, el crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador se divide entre el avance de los salarios negociados y el de la deriva salarial, este último calculado como la diferencia entre el crecimiento de los sueldos y salarios por empleado y el de los salarios negociados. La serie de salarios negociados de la zona del euro recoge el resultado de los procesos de negociación colectiva en términos de cambios en la remuneración de un trabajador medio o representativo en los sectores cubiertos. También incluye los pagos extraordinarios cuando están establecidos en los convenios colectivos. Con todo, los sueldos y salarios tienen otros componentes que no están cubiertos por los convenios colectivos, entre ellos el pago de primas individuales y las subidas salariales por ascensos. Estos componentes se reflejan en el crecimiento efectivo de los sueldos y salarios pagados por trabajador y, por consiguiente, en la deriva salarial. A nivel agregado, la deriva salarial también refleja elementos tales como las diferencias entre el incremento de los salarios negociados a nivel individual y el de los pactados colectivamente, cuya importancia aumenta a medida que disminuye el número de trabajadores cubiertos por convenios colectivos (y viceversa). Por último, dado que los salarios negociados recogen la remuneración de un empleado representativo o medio a tiempo completo, la deriva salarial también capta las variaciones en las horas medias trabajadas (por ejemplo, a través de horas extraordinarias o como resultado del cambio para pasar a trabajo a tiempo completo o a tiempo parcial) que determinan los salarios efectivamente pagados. Algunos de estos factores implican que la deriva salarial puede reflejar cambios a corto plazo en las condiciones económicas con más rapidez que los salarios negociados, que suelen fijarse para un período de tiempo determinado, lo que

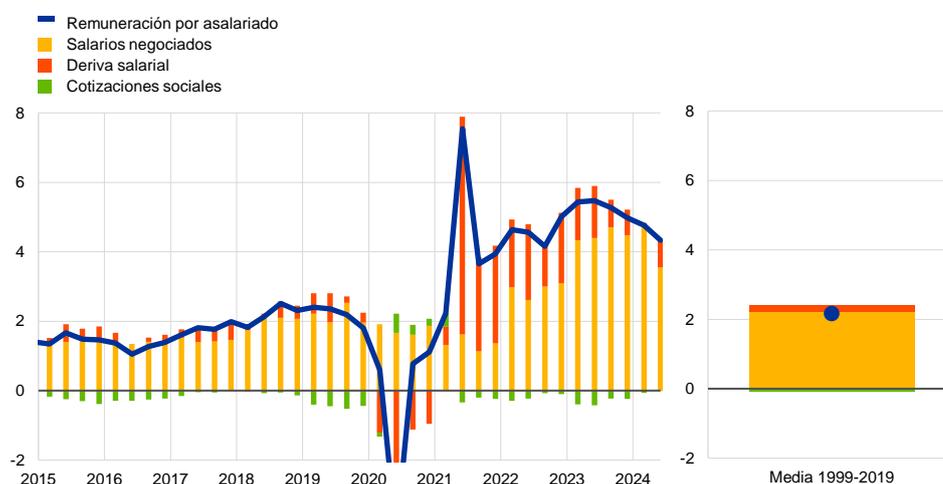
convierte a la deriva salarial en un elemento importante del análisis del crecimiento de la remuneración por asalariado efectivamente pagada.

**La moderación reciente del avance de la remuneración por asalariado ha estado determinada por la disminución de la deriva salarial.** La deriva fue un importante factor impulsor del crecimiento de la remuneración por asalariado tras el acusado aumento que experimentó la inflación, lo que puede deberse a que la compensación por dicho aumento se aplicó antes a los salarios negociados individualmente o se adelantó (posiblemente de forma voluntaria) en los convenios colectivos. Los salarios negociados sustituyeron a la deriva salarial en el mantenimiento de las presiones al alza sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado en 2023 y continuaron haciéndolo hasta el segundo trimestre de 2024 (gráfico B). Este cambio en la importancia relativa de estos componentes es acorde con la idea de que, con el tiempo, la compensación por inflación ha pasado de explicarse por la deriva a explicarse por los salarios negociados, tanto en forma de incrementos del salario base como de pagos extraordinarios. La contribución de la deriva salarial a los incrementos de la remuneración por asalariado fue de 1,5 puntos porcentuales, en promedio, en 2022-2023, muy superior a la registrada antes de la pandemia y, pese a mostrar cierta volatilidad, los niveles recientes aún se mantienen por encima de la media prepandemia (0,2 puntos porcentuales entre 1999 y 2019).

### Gráfico B

#### Descomposición del crecimiento de la remuneración por asalariado

(tasas de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel izquierdo, la escala se ha truncado en la parte inferior para facilitar la lectura. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en el segundo trimestre de 2020 fue del -4,2%. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024.

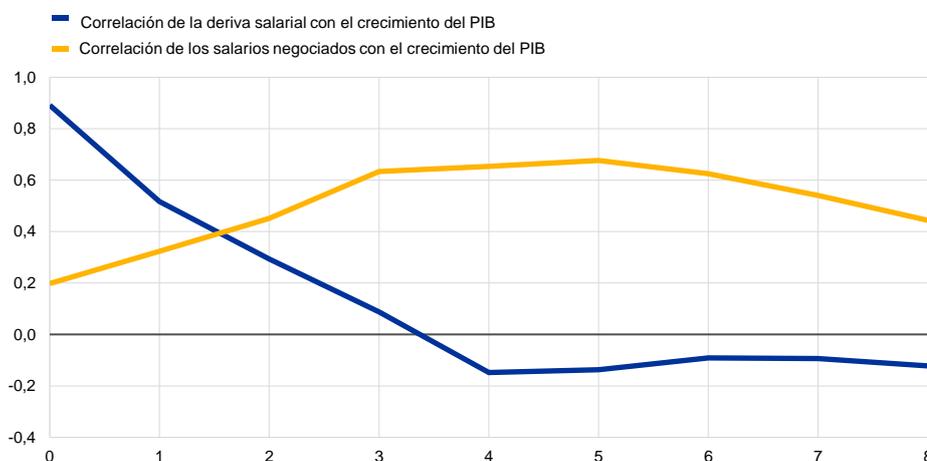
**Por tanto, el período reciente constituye un ejemplo de cómo las condiciones económicas se reflejan con más rapidez en la deriva salarial que en el crecimiento de los salarios negociados.** En general, en un mercado laboral tensionado en el que los empresarios desean retener y recompensar a los trabajadores, las empresas podrían ofrecer a los nuevos empleados o a los existentes salarios superiores a los fijados en los convenios colectivos vigentes,

ascender a los trabajadores a bandas más altas dentro de las escalas negociadas en los convenios o, simplemente, pagar primas adicionales a los salarios pactados. Además, los trabajadores no cubiertos por convenios colectivos pueden tener la posibilidad de negociar ajustes salariales con mayor rapidez que los sindicatos, que están limitados por la duración del convenio acordado. Estos dos factores impulsarían al alza la deriva salarial. La probabilidad de que todo ello se termine materializando aumenta en una situación en la que las tensiones en los mercados de trabajo coexisten con reducciones sustanciales de los salarios reales como consecuencia de la elevada inflación. Sin embargo, a medida que el crecimiento de los salarios negociados se ajusta a la demanda de compensación por inflación, la contribución de la deriva salarial se modera, dando lugar, en última instancia, a movimientos opuestos de los dos principales componentes del avance salarial. Un análisis de correlación simple capta esta dinámica en la respuesta más rápida de la deriva salarial al ciclo económico que la de los salarios negociados. El gráfico C muestra que la deriva salarial presenta una correlación contemporánea positiva notable con el crecimiento del PIB que posteriormente disminuye, mientras que el crecimiento de los salarios negociados reacciona con un desfase de varios trimestres.

### Gráfico C

#### Correlación de la deriva salarial y de los salarios negociados con el crecimiento del PIB real

(coeficiente de correlación de las tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas muestra el número de trimestres desfasados de la deriva salarial y del crecimiento de los salarios negociados con respecto al crecimiento del PIB. Los cálculos se basan en datos correspondientes al período comprendido entre 1999 y el segundo trimestre de 2024. Los resultados no varían sustancialmente si solo se considera el período previo a la pandemia (desde el primer trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre de 2019).

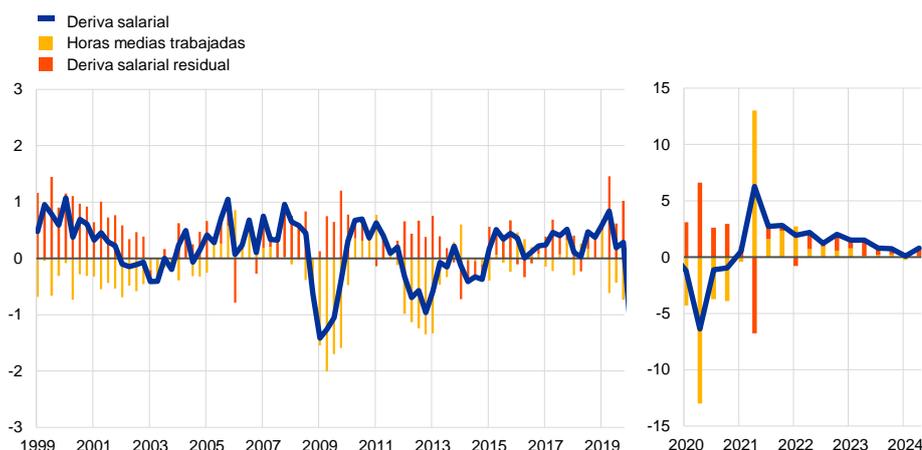
**Un canal a través del cual el ciclo económico afecta a la deriva salarial son las horas medias trabajadas.** Cuando las empresas registran un aumento de la demanda, la respuesta inicial suele ser pedir a los empleados que trabajen más horas. Las horas extraordinarias pagadas se reflejan, posteriormente, en la deriva salarial. Sin embargo, la notable contribución de las horas medias trabajadas a la deriva salarial inmediatamente después de la pandemia no se debe a este efecto cíclico, sino a la recuperación de las horas medias trabajadas a medida que disminuyó la participación en los programas de mantenimiento del empleo

(gráfico D). Este impacto se ha moderado recientemente, lo que ha contribuido a una disminución de la deriva salarial. Con todo, la diferencia entre la deriva salarial y el crecimiento de las horas medias trabajadas también fue algo mayor recientemente, lo que apunta a la influencia de la compensación por inflación.

### Gráfico D

#### Descomposición de la deriva salarial en crecimiento de las horas medias trabajadas y otros factores

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024.

**Al interpretar la evolución de la deriva salarial también se han de tener en cuenta algunos factores técnicos.** Los sueldos y salarios medios —y, por tanto, la deriva salarial— pueden registrar variaciones cuando los sectores o los niveles de cualificación se asocian a diferentes tarifas salariales y la composición del empleo entre estas categorías esté cambiando. Por ejemplo, durante la pandemia, el empleo se vio afectado negativamente en los sectores relacionados con el turismo, en los que las tarifas salariales suelen ser relativamente bajas. Es probable que ello haya tenido un impacto al alza en el crecimiento de la remuneración por asalariado, el cual queda luego reflejado en la deriva salarial, haciendo que esta sea ligeramente contracíclica y que en parte compense otros factores procíclicos. Además, el cálculo de la deriva salarial se basa en la diferencia entre dos indicadores con una cobertura por países diferente: la serie de salarios negociados se agrega a partir de datos nacionales no armonizados y no incluye a todos los países de la zona del euro, mientras que la remuneración por asalariado se obtiene del Sistema Europeo de Cuentas, que engloba a todos los países de forma armonizada<sup>2</sup>. Debido a esta diferencia de cobertura, la deriva salarial presenta cierto sesgo de agregación, que refleja, por ejemplo, que los países bálticos no disponen de datos sobre salarios negociados colectivamente, si bien han registrado un

<sup>2</sup> La serie de salarios negociados de la zona del euro es elaborada por el BCE a partir de datos de nueve países (Austria, Bélgica, Alemania, España, Finlandia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal) y cubre aproximadamente el 94 % de la remuneración de los asalariados de la zona.

crecimiento muy elevado de la remuneración por asalariado<sup>3</sup>. Por lo general, este sesgo es muy reducido, pero en los últimos trimestres ha sido ligeramente mayor (0,2 puntos porcentuales, en promedio, entre el primer trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2024) al observado antes de la pandemia (0,1 puntos porcentuales entre 1999 y 2019). Por último, como ya se ha mencionado anteriormente, el efecto de los programas de mantenimiento del empleo en la remuneración por asalariado durante la pandemia se reflejó principalmente en la deriva salarial, ya que estas distorsiones no afectaron a los salarios negociados<sup>4</sup>.

**En resumen, el crecimiento de la remuneración por asalariado puede dividirse, en términos generales, en crecimiento de los salarios negociados y deriva salarial, y esta última se adelanta a los salarios negociados a lo largo del ciclo económico.** Aunque la zona del euro sigue registrando niveles históricamente elevados de avance de la remuneración por asalariado, el proceso de desinflación se encuentra en un momento en el que las presiones al alza procedentes de la deriva salarial están disminuyendo. Más bien, como la compensación por inflación se incorpora cada vez más en las negociaciones colectivas, el fuerte avance de los salarios negociados ha sostenido los niveles actuales de crecimiento de la remuneración por asalariado. Habida cuenta de que la escalada de la inflación ha concluido, puede producirse cierta recuperación residual de los salarios reales, pero es probable que las presiones alcistas sobre el crecimiento de los salarios negociados se moderen.

---

<sup>3</sup> Aunque en la mayor parte de los países de la zona del euro la mayoría de los trabajadores están sujetos a convenios colectivos sectoriales, en algunos están cubiertos por convenios de empresa. Véase también L. Górnicka y G. Koester (eds.), «[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

<sup>4</sup> Las revisiones del crecimiento de la remuneración por asalariado también quedan reflejadas sobre todo en la deriva salarial, ya que los datos sobre el incremento de los salarios negociados se revisan en menor medida.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 17 de abril y el 23 de julio de 2024

Samuel Bieber y Christian Lizarazo

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2024.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 17 de abril y el 23 de julio 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 hasta situarse en 3.176,5 mm de euros.** Esta disminución se debió al vencimiento de la octava operación dentro de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.8), así como a los reembolsos anticipados de los saldos vivos de la financiación obtenida en otras operaciones TLTRO III efectuados por las entidades de crédito el 26 de junio de 2024. La provisión de liquidez también descendió como consecuencia de la reducción de las tenencias de valores adquiridos en el marco de los programas de compras de activos (APP), a raíz de la finalización de las reinversiones del APP desde principios de julio de 2023. Las tenencias de valores en el contexto del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) también empezaron a reducirse a partir de comienzos de julio, porque ya solo se reinvierte parcialmente el principal de los valores que van venciendo. Esta menor provisión de liquidez se vio compensada en parte por el descenso continuado de los factores autónomos netos.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se redujeron en 47,1 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.484 mm de euros.** Esta reducción obedeció casi íntegramente a la disminución de 47,2 mm de euros —hasta los 1.322,5 mm de euros— en los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), debido a que el aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez no se vio compensado en su totalidad por el incremento de los factores autónomos de absorción de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas se elevaron ligeramente (0,1 mm de euros), hasta un importe de 161,6 mm de euros.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un incremento de 20,8 mm de euros durante el período de referencia y se situaron en 2.640,6 mm de euros, principalmente como resultado del aumento de otros factores autónomos.** En promedio, los otros factores autónomos registraron un incremento neto de 47,5 mm de euros debido, en su mayor parte, al aumento de 66,4 mm de euros en las cuentas de revalorización asociado a la subida de los

precios del oro, cuyo impacto en la liquidez se vio compensado en gran medida por el incremento de los activos exteriores netos. Por su parte, los depósitos de las Administraciones Públicas cayeron una media de 36,9 mm de euros en el período de referencia, hasta situarse en 117,7 mm de euros, siendo el principal determinante del descenso de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Esta disminución refleja la continua normalización del volumen agregado de depósitos mantenidos por los Tesoros nacionales en el Eurosistema, impulsada también por los cambios en su remuneración, que entraron en vigor el 1 de mayo de 2023 y que posteriormente fueron confirmados por el Consejo de Gobierno el 16 de abril de 2024 (véase Boletín Económico, número 4, 2024). El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, en 10,3 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.554,9 mm de euros. La demanda de billetes se ha estabilizado en niveles más bajos, tras alcanzar un máximo algo superior a 1.600 mm de euros en julio de 2022.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron en 68,3 mm de euros y se situaron en 1.318,6 mm de euros, debido principalmente al aumento de los activos exteriores netos en 65,8 mm de euros.** Este ascenso de los activos exteriores netos se explica por un incremento medio de 61,4 mm de euros en el valor de las reservas de oro debido a la subida de los precios de este metal precioso. Los activos netos denominados en euros crecieron ligeramente, en 2,5 mm de euros, durante el período de referencia.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 17 de abril a 23 de julio de 2024						Período de referencia anterior: 31 de enero a 16 de abril de 2024	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril a 11 de junio de 2024		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio a 23 de julio de 2024		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.640,6	(+20,8)	2.632,4	(+14,1)	2.651,5	(+19,1)	2.619,7	(-33,7)
Billetes en circulación	1.554,9	(+10,3)	1.551,5	(+5,2)	1.559,5	(+8,0)	1.544,6	(-9,1)
Depósitos de las AAPP	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Facilidad de depósito</b>	3.170,8	(-250,6)	3.214,0	(-124,0)	3.113,2	(-100,7)	3.421,3	(-99,1)
<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 y 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: 17 de abril a 23 de julio de 2024						Período de referencia anterior: 31 de enero a 16 de abril de 2024	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril a 11 de junio de 2024		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio a 23 de julio de 2024		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.318,6	(+68,3)	1.311,3	(+39,1)	1.328,3	(+17,1)	1.250,3	(+64,1)
Activos exteriores netos	1.045,4	(+65,8)	1.031,7	(+36,2)	1.063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Activos netos denominados en euros	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Operaciones de mercado abierto	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Operaciones de crédito	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
OPF	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
OFPML a tres meses	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
Operaciones TLTRO III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.526,5	(-99,0)	4.550,7	(-49,7)	4.494,3	(-56,5)	4.625,5	(-76,5)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OFPML» 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: 17 de abril a 23 de julio de 2024						Período de referencia anterior: 31 de enero a 16 de abril de 2024	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril a 11 de junio de 2024		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio a 23 de julio de 2024		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	1.484,0	(-47,1)	1.482,9	(-25,1)	1.485,5	(+2,6)	1.531,2	(-99,7)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.322,5	(-47,2)	1.321,6	(-24,8)	1.323,6	(+1,9)	1.369,7	(-98,0)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.176,5	(-251,8)	3.219,3	(-125,3)	3.119,4	(-100,0)	3.428,3	(-100,2)

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: 17 de abril a 23 de julio de 2024				Período de referencia anterior: 31 de enero a 16 de abril de 2024			
	Tercer período de mantenimiento: 17 de abril a 11 de junio de 2024		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio a 23 de julio 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	
OPF	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilidad de depósito	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

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 proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo en 299 mm de euros, hasta un importe de 4.660,5 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta

reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente al descenso de las operaciones de crédito y, en menor medida, a la disminución de las carteras en firme.

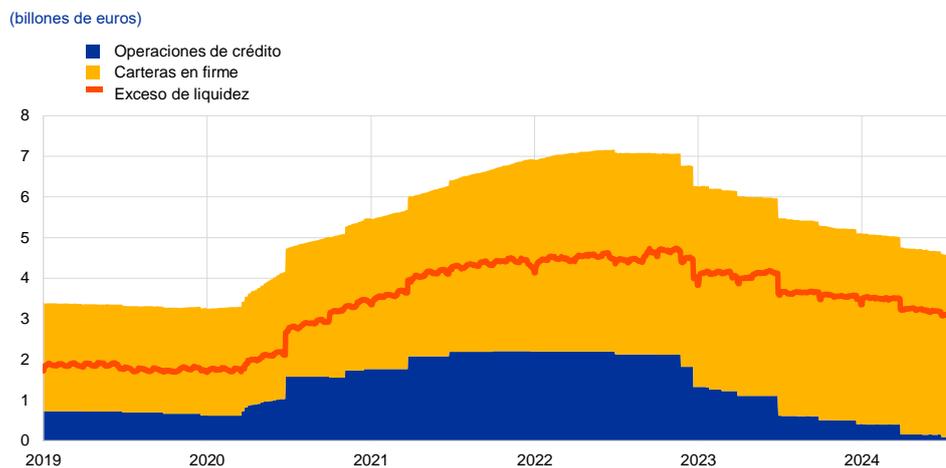
**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó en 199,9 mm de euros, hasta los 134 mm de euros, durante el período de referencia.** Esta caída refleja en gran medida el descenso de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la TLTRO III.8 (47,4 mm de euros) y a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras TLTRO III (17,1 mm de euros), que se produjeron el 26 de junio de 2024. El saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses del Eurosistema registró un ligero crecimiento de 1,3 mm de euros, mientras que el saldo de las operaciones principales de financiación (OPF) se mantuvo básicamente sin cambios. La limitada participación de las entidades de crédito en estas operaciones regulares 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 99 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.526,5 mm de euros.** Este descenso se debió a la finalización de las reinversiones en el marco del APP a partir del 1 de julio de 2023 y, en menor

medida, a las reinversiones parciales en el contexto del PEPP desde el 1 de julio de 2024<sup>1,2</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 23 de julio de 2024.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio se redujo en 251,8 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 3.176,5 mm de euros (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 ha estado disminuyendo de forma sostenida.

## Evolución de los tipos de interés

**El Consejo de Gobierno redujo los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, con efectos a partir del 12 de junio de 2024.** Los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito

<sup>1</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>2</sup> En junio de 2024, el Consejo de Gobierno confirmó que el BCE reinvertirá solo parcialmente el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo en el segundo semestre de 2024 y que pondrá fin a las reinversiones al final de 2024.

se situaron en el 3,75 %, el 4,25 % y el 4,50 %, respectivamente, al final del período de referencia.

**En promedio, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) reflejó las bajadas de los tipos de interés oficiales, al tiempo que mantuvo un diferencial estable con el tipo de la facilidad de depósito del BCE.** El €STR cotizó, en promedio, 9 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con una media de 9,3 puntos básicos durante los dos primeros períodos de mantenimiento de 2024.

**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 4,2 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con una media de 4,9 puntos básicos en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2024. Esta evolución refleja la reversión continuada de los factores que ejercen presión a la baja sobre los tipos *repo*, como son el aumento de las emisiones netas desde comienzos del año, la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o reembolso de las TLTRO y la mayor disponibilidad de valores del sector público como consecuencia del descenso de los saldos vivos mantenidos en el marco del APP y del PEPP

## Evolución monetaria y crediticia en la zona del euro y su comparación con Estados Unidos

Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino y Silvia Scopel

**En este recuadro se examina la transmisión reciente de la política monetaria a los volúmenes de dinero y crédito y a los tipos de interés en la zona del euro y se compara con la evolución en Estados Unidos, poniendo de relieve las principales diferencias y similitudes durante el período de la pandemia.** En primer lugar, los tipos de interés de los depósitos han alcanzado niveles más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos (EEUU), a pesar de que la subida del tipo de interés oficial ha sido menor y que el punto de partida era más bajo. En segundo lugar, desde el inicio del endurecimiento de la política monetaria, el avance del crédito se ha reducido de forma más acusada en la zona del euro, posiblemente debido a la mayor fortaleza de la demanda y a la mayor abundancia de depósitos en EEUU. En tercer lugar, la moderación del crecimiento del agregado monetario amplio en este país desde su máximo de la pandemia parece mucho más intensa, ya que las compras de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (la Fed) durante la pandemia casi duplicaron las realizadas por el Eurosistema en términos de PIB.

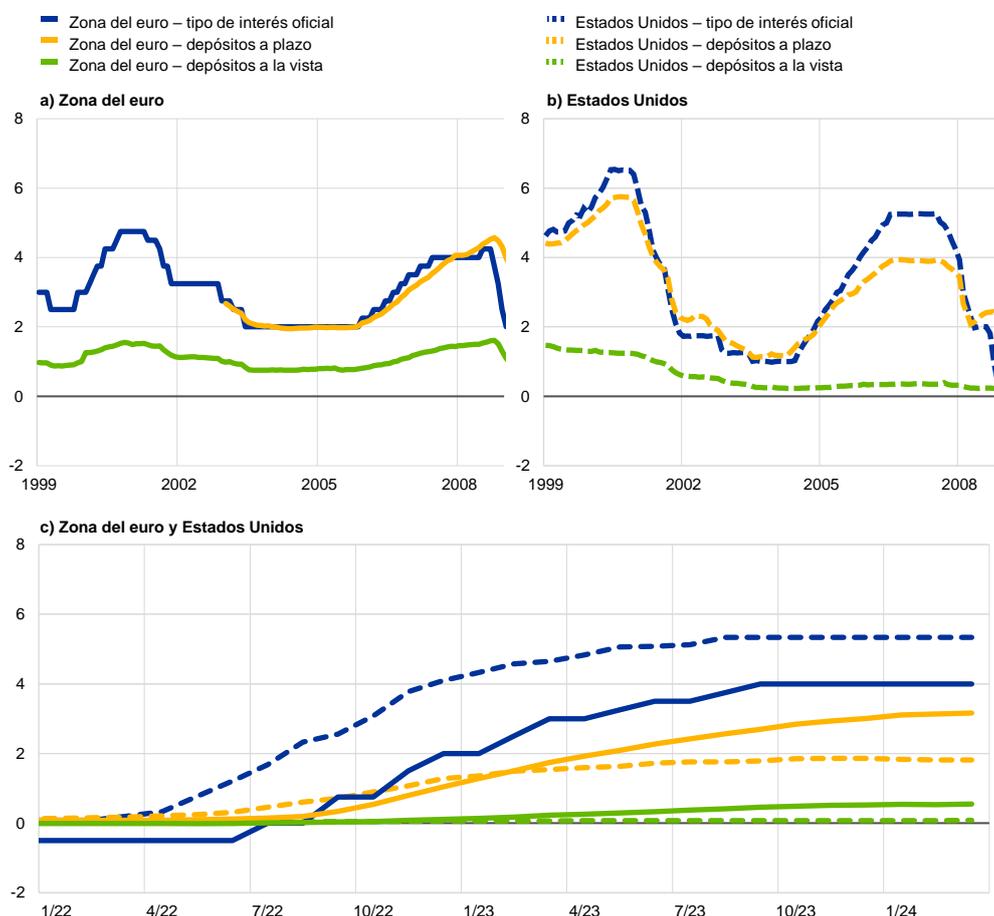
**Los tipos de interés de los depósitos de clientes han alcanzado niveles más altos en la zona del euro, a pesar de que la subida del tipo de interés oficial ha sido menor y que el punto de partida era más bajo.** Con el endurecimiento de la política monetaria, los tipos de interés de los depósitos aumentaron tanto en la zona del euro como en EEUU<sup>1</sup>. Los depósitos a plazo reaccionaron con mayor rapidez y fuerza que los depósitos a la vista en ambas economías, al igual que ocurrió en la década de 2000, cuando los tipos oficiales se situaban en terreno ampliamente positivo (paneles a y b del gráfico A). Sin embargo, la transmisión fue mucho más intensa en la zona del euro que en EEUU. Aunque el tipo de interés oficial era más reducido (4 % en la zona del euro en comparación con un rango de entre el 5,25 % y el 5,50 % en EEUU), en marzo de 2024 la remuneración media ponderada de los depósitos a plazo hasta dos años era superior al 3 % en la zona del euro, mientras que en el país americano no llegaba al 2 %. Los depósitos a la vista mostraron un panorama similar y se situaban algo por encima del 0,5 % en la zona del euro, mientras que no alcanzaban el 0,1 % en EEUU (panel c del gráfico A).

<sup>1</sup> Debido a la disponibilidad de datos comparables, el análisis se basa en los tipos de interés de los saldos vivos. Al menos en la zona del euro, la evolución de los tipos de interés de los saldos vivos de los depósitos es bastante similar a la de los aplicados a los nuevos depósitos.

## Gráfico A

### Tipos de interés de los saldos vivos de los depósitos de clientes

(porcentajes)



Fuentes: BCE (estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM, datos de los mercados financieros), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation y cálculos del BCE.

Notas: «Depósitos a la vista» se refiere a los denominados *overnight deposits* en la zona del euro y *checkable deposits* en EEUU. «Depósitos a plazo» se refiere a los depósitos a plazo hasta dos años en la zona del euro y a los certificados de depósito a doce meses en EEUU. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024.

**Tras haber acumulado más depósitos durante la pandemia, los bancos estadounidenses registraron desplazamientos de fondos más significativos en detrimento de los depósitos durante el ciclo de endurecimiento, debido, en parte, a los rendimientos más elevados de los bonos y a la competencia de los fondos del mercado monetario, que tradicionalmente representan un porcentaje de las carteras mayor en Estados Unidos que en la zona del euro.**

Los depósitos a la vista aumentaron en ambas economías durante el período de la pandemia, en un contexto de bajos tipos de interés, de expansión monetaria y de ahorro forzoso. Con el endurecimiento de la política monetaria, los rendimientos de otros instrumentos de ahorro se incrementaron y los fondos comenzaron a desplazarse en detrimento de los depósitos más líquidos. Durante el ciclo de endurecimiento, los depósitos líquidos registraron salidas del 11 % del PIB en EEUU, frente a menos del 8 % en la zona del euro, lo que situó el crecimiento de M1 en territorio muy negativo en ambas economías. El volumen de depósitos acumulados antes del ciclo de endurecimiento —que fue más notable en el país

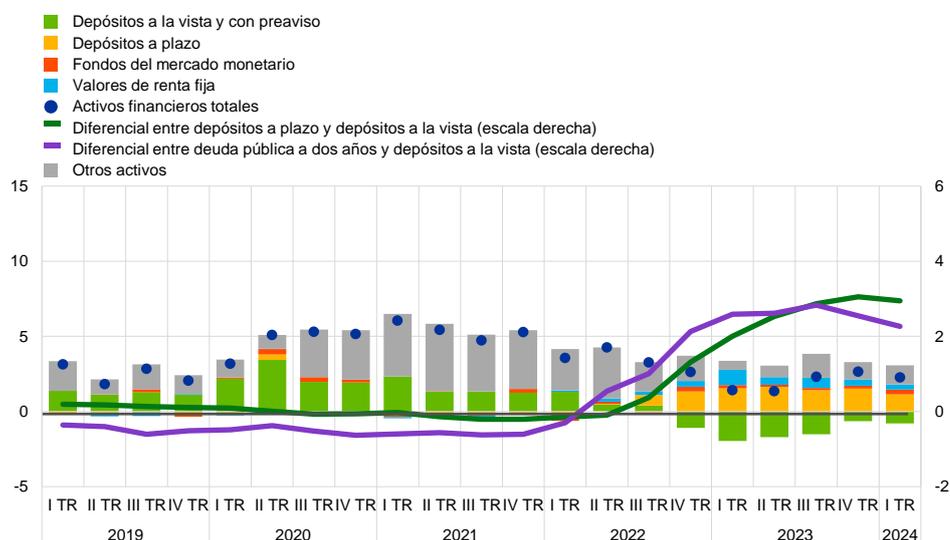
americano que en la zona del euro— puede haber reducido, al menos inicialmente, los incentivos de las entidades de crédito para elevar los tipos de interés de estos instrumentos. Ello ha contribuido con toda probabilidad a que el diferencial de rendimiento entre la deuda pública y los depósitos haya sido sistemáticamente más amplio en EEUU que en la zona del euro desde el segundo trimestre de 2022 y, asimismo, ayuda a explicar las mayores salidas de depósitos en ese país (gráfico B). En consecuencia, los sectores tenedores de dinero de EEUU desplazaron más fondos hacia los valores de renta fija (alrededor del 10 % del PIB) que hacia los depósitos a plazo (en torno al 8 %), mientras que en la zona del euro los depósitos a plazo recibieron la mayor parte de los flujos (casi el 9 % del PIB, frente a un trasvase de algo más del 3 % del PIB hacia los valores de renta fija). Las entradas en fondos del mercado monetario también fueron considerablemente mayores en EEUU (5 % del PIB) que en la zona del euro (1 %); no obstante, esto es atribuible, en parte, al período de turbulencias que rodearon la quiebra de Silicon Valley Bank, desatadas por las dudas acerca de la solvencia de los bancos regionales estadounidenses. En EEUU, en torno a la mitad de las entradas en fondos del mercado monetario se registraron alrededor de ese período. Más recientemente, a medida que ha madurado el ciclo de endurecimiento, los flujos de fondos dirigidos a los depósitos a plazo, los valores de renta fija y los fondos del mercado monetario se han moderado en ambas economías.

## Gráfico B

### Reajuste de carteras

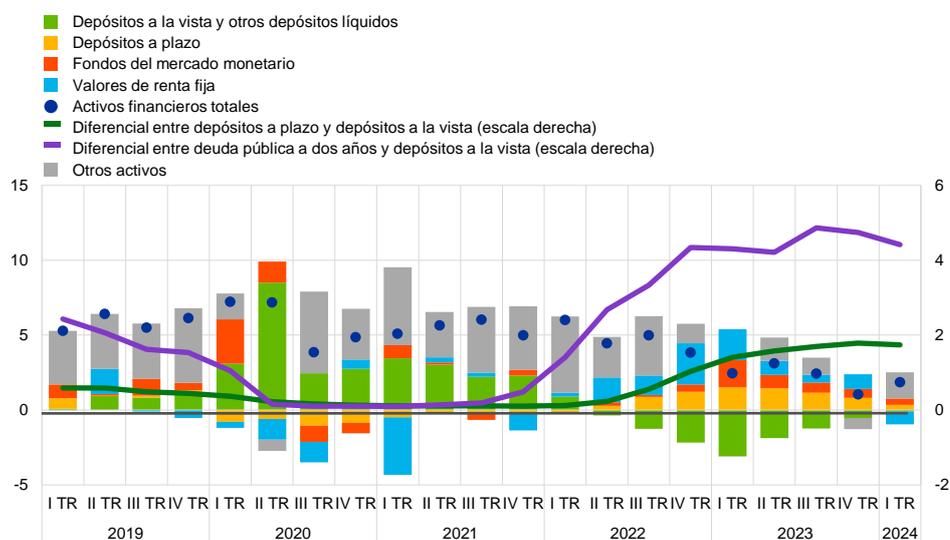
#### a) Zona del euro

(escala izquierda: porcentajes del PIB interanual; escala derecha: puntos porcentuales)



#### b) Estados Unidos

(escala izquierda: porcentajes del PIB interanual; escala derecha: puntos porcentuales)



Fuentes: Para el panel a, BCE (partidas del balance de las IFM, cuentas sectoriales trimestrales, estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM, datos de los mercados financieros), Eurostat y cálculos del BCE; para el panel b, datos sobre flujos de fondos en Estados Unidos, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, datos IDCM, Bloomberg y cálculos del BCE.

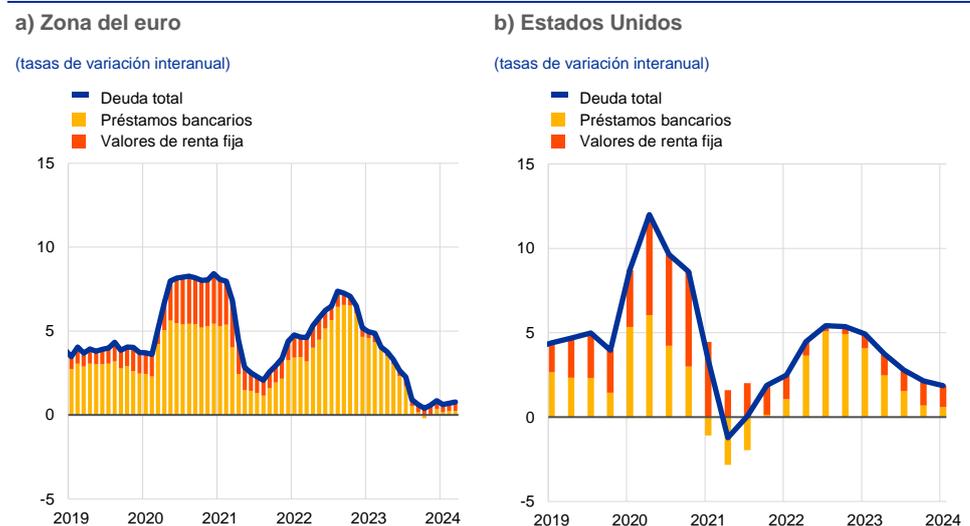
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

**Con el incremento de los tipos de interés oficiales, el crédito a las empresas cayó de forma más acusada en la zona del euro que en Estados Unidos, mientras que la traslación a los tipos de los préstamos fue similar.** Tras las grandes fluctuaciones del crecimiento del crédito entre 2020 y 2021, la financiación externa de la deuda de las empresas comenzó a contraerse poco después de que el BCE y la Fed iniciaran sus ciclos de subidas. La tasa de crecimiento interanual del crédito a empresas (préstamos bancarios y bonos corporativos) cayó más en la

zona del euro, pasando de un máximo del 7,4 % en agosto de 2022 al 0,7 % doce meses después. Las empresas estadounidenses experimentaron un descenso inferior, ya que la tasa de crecimiento disminuyó desde el máximo del 5,4 % registrado en el tercer trimestre de 2022 hasta el 2,2 % en el cuarto trimestre de 2023 (gráfico C). Si se incluyen los préstamos no bancarios, las diferencias se mantienen, pero son algo más pequeñas. El menor retroceso del crecimiento del crédito a empresas en EEUU puede obedecer a la mayor demanda crediticia en una economía más resiliente y a una abundancia de depósitos todavía mayor en dicho país tras la expansión cuantitativa más fuerte aplicada en respuesta a la pandemia. Además, es probable que refleje una transmisión algo más débil de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos a empresas. De hecho, aunque la Fed elevó su tipo de interés oficial en 525 puntos básicos entre febrero de 2022 y agosto de 2023 —una subida 75 puntos básicos superior a la del BCE durante su ciclo de endurecimiento—, los tipos de interés de los nuevos préstamos a empresas se incrementaron en torno a 3,8 puntos porcentuales, solo 20 puntos básicos más que en la zona del euro (gráfico D). La ratio entre la variación de los tipos de los préstamos y la variación del tipo de interés oficial fue del 72 % en EEUU, algo inferior al 79 % de la zona del euro. Con todo, los tipos medios de los saldos vivos aumentaron casi la mitad que los tipos de interés oficiales en ambas economías. No obstante, los tipos aplicados a los préstamos son sustancialmente más altos en EEUU que en la zona del euro, dado que partían de niveles más elevados.

### Gráfico C

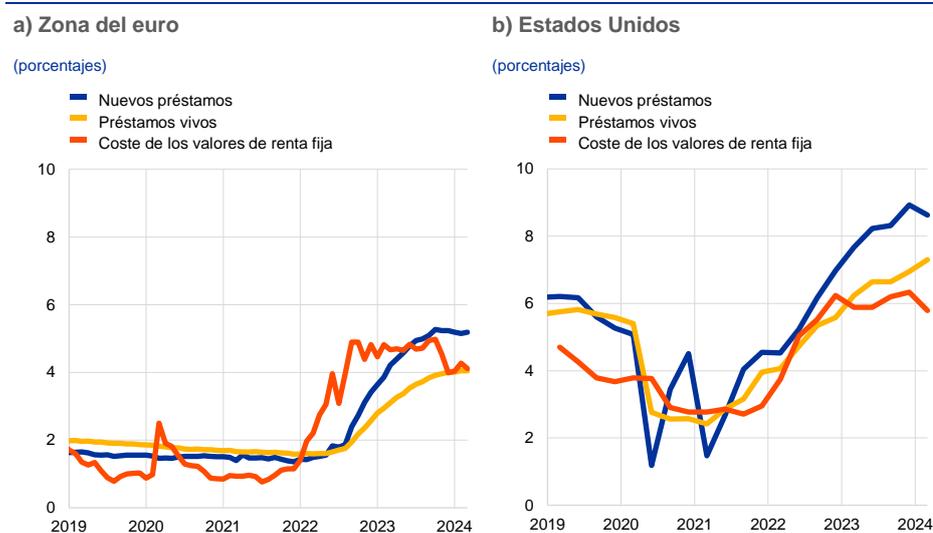
#### Crédito total a empresas excluidos los préstamos no bancarios



Fuentes: BCE y datos sobre flujos de fondos en Estados Unidos.  
 Notas: En la zona del euro, los préstamos bancarios están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los datos para la zona del euro son mensuales, mientras que los de Estados Unidos son trimestrales debido a las distintas frecuencias de las fuentes. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 para la zona del euro y al primer trimestre de 2024 para Estados Unidos.

## Gráfico D

### Coste de la financiación mediante deuda de las empresas



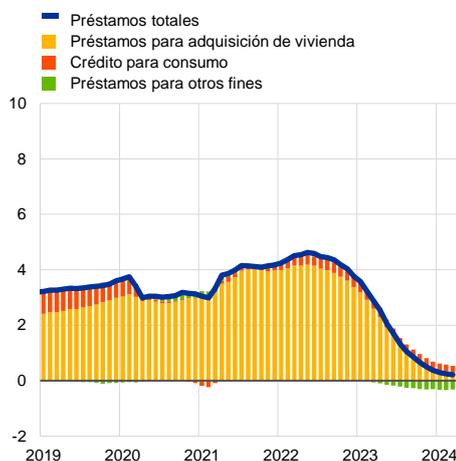
Fuentes: BCE (estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, encuesta sobre préstamos a pequeñas empresas realizada por la Reserva Federal de Kansas City y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 para la zona del euro y al primer trimestre de 2024 para Estados Unidos.

**La evolución del crédito a los hogares ha sido más débil en la zona del euro, con una caída del crecimiento de los préstamos hipotecarios y una transmisión más rápida a los tipos de las hipotecas existentes, pese a que los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos han sido más bajos que en EEUU.** En la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares ha disminuido desde el máximo del 4,6 % registrado en mayo de 2022 hasta alrededor del 0,2 % en los últimos meses. En EEUU se observó un retroceso más acusado, de 5,5 puntos porcentuales, entre el primer trimestre de 2022 y el cuarto trimestre de 2023, pero a partir de un nivel mucho más alto, debido a que las emisiones de hipotecas alcanzaron un máximo histórico durante la pandemia. Por tanto, la tasa de avance en el país americano todavía era del 2,7 % al final de 2023, situándose la contribución de los préstamos para adquisición de vivienda próxima al nivel previo a la pandemia (gráfico E). El tipo de interés de las nuevas hipotecas aumentó con más fuerza en EEUU que en la zona del euro. Los tipos de interés hipotecarios estadounidenses (tanto de las hipotecas a tipo ajustable a cinco años como de las concedidas a tipo fijo) se incrementaron unos 4 puntos porcentuales, lo que supone alrededor del 75 % de la subida del tipo de interés oficial, frente al aumento de 2,1 puntos porcentuales del coste sintético de los préstamos en la zona del euro (casi el 47 %). Sin embargo, la transmisión a los tipos de interés de los saldos vivos fue significativamente más lenta en EEUU. Dado el mayor predominio de las hipotecas a tipo fijo en ese país, estos tipos solo se elevaron 43 puntos básicos, frente a 74 puntos básicos en la zona del euro (gráfico F).

## Gráfico E Préstamos a hogares

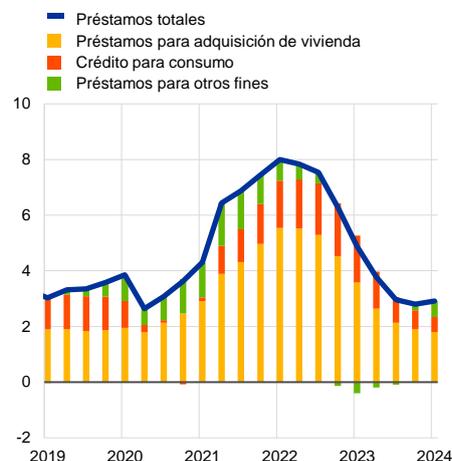
### a) Zona del euro

(tasas de variación interanual)



### b) Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



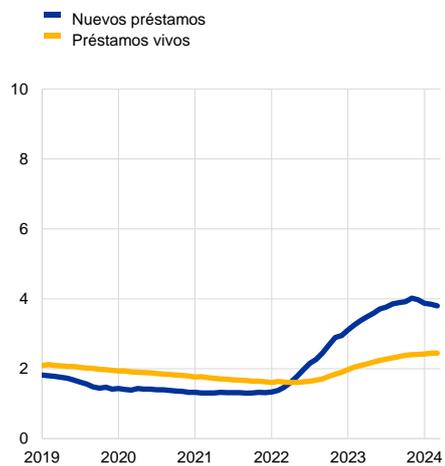
Fuentes: BCE y datos sobre flujos de fondos en Estados Unidos.

Notas: En la zona del euro, los préstamos a hogares solo comprenden préstamos bancarios; en EEUU incluyen todos los préstamos. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 para la zona del euro y al primer trimestre de 2024 para Estados Unidos.

## Gráfico F Tipos hipotecarios

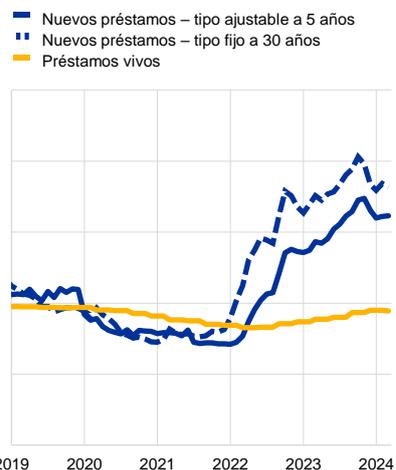
### a) Zona del euro

(porcentajes)



### b) Estados Unidos

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Wall Street Journal.

Notas: Para Estados Unidos, una hipoteca a tipo ajustable a cinco años es una hipoteca con un tipo de interés que permanece fijo durante cinco años y que posteriormente se revisa. Una hipoteca a tipo fijo a 30 años es aquella que vence en 30 años y mantiene el tipo fijo durante toda su vigencia. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024.

**Estos desarrollos tuvieron su reflejo en el crecimiento del agregado monetario amplio, y los elevados volúmenes de depósitos en Estados Unidos fueron consecuencia de que las compras de activos relacionadas con la pandemia por parte de la Fed fueron mucho mayores. Justo antes del estallido de la pandemia, la dinámica de crecimiento del agregado monetario amplio era similar en**

ambas economías. M3 en la zona del euro y M2 en Estados Unidos son los agregados monetarios más importantes y comparables. Aunque existen algunas diferencias de alcance y definición, no deberían afectar a las principales tendencias analizadas. La respuesta de la política monetaria a la situación de emergencia frente a la pandemia fue parecida en términos cualitativos a ambos lados del Atlántico, con un fuerte apoyo del banco central en forma de compras de activos, complementado con medidas regulatorias y de relajación de la política monetaria para facilitar el flujo de crédito a la economía real. Esto impulsó el crecimiento monetario. No obstante, el volumen de estas compras (y de la expansión fiscal) fue mucho más elevado en EEUU (un año después de la irrupción de la pandemia representaban en torno al 15 % del PIB de 2019 en EEUU, frente a menos del 9 % en la zona del euro). Como consecuencia, el crecimiento monetario fue mucho mayor en el país americano, donde alcanzó un máximo del 26,8 %, que en la zona del euro (12,6 %).

**Durante el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales, el debilitamiento de la creación de dinero en la zona del euro estuvo determinado por el crédito bancario, mientras que, en EEUU, se debió inicialmente a otros factores y los préstamos bancarios influyeron más tarde.** En agosto de 2022, justo después de la primera subida de los tipos de interés oficiales, el crecimiento de M3 en la zona del euro se situó en torno al 6 %, con una aportación de los préstamos bancarios a empresas y a hogares de más de 4,5 puntos porcentuales (gráfico G). Las compras de activos por parte del Eurosistema contribuyeron con más de 3 puntos porcentuales, pero se vieron contrarrestadas por las salidas de flujos monetarios externos y por las ventas de deuda pública por parte de las entidades de crédito, ambas influenciadas por las compras del Eurosistema. En septiembre de 2023, la contribución del crédito bancario había pasado a ser prácticamente nula y la tasa de crecimiento interanual de M3 había caído hasta situarse en torno al -1 %. Aunque el crecimiento de M2 en EEUU también pasó a ser negativo durante el ciclo de subidas de tipos, otras contrapartidas distintas del crédito (como las compras de valores por parte de los bancos, los flujos monetarios externos, la financiación mayorista de las entidades de crédito y el endurecimiento cuantitativo) desempeñaron el papel principal. Solo a partir de marzo de 2023 los préstamos bancarios en Estados Unidos empezaron a contribuir menos al crecimiento interanual de M2.

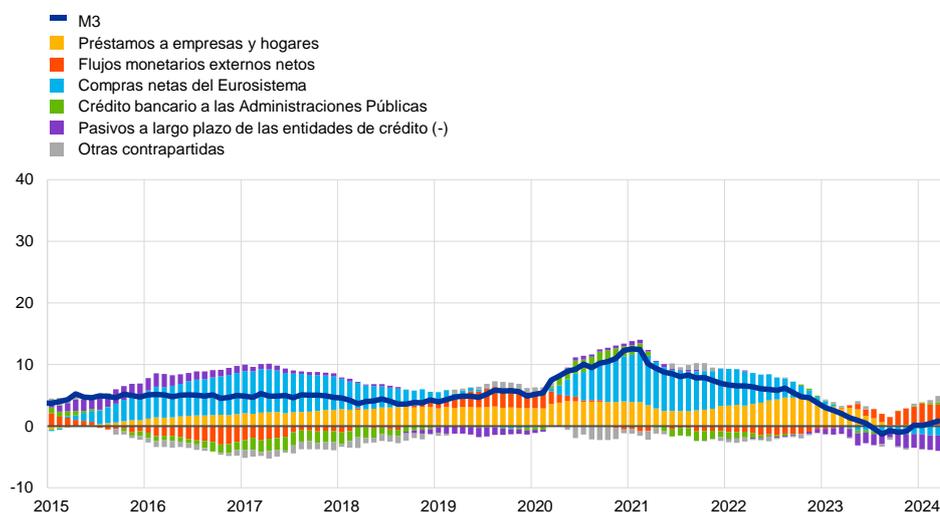
**El moderado cambio de tendencia del crecimiento de M2 en EEUU refleja la disminución de la financiación bancaria en los mercados mayoristas y, en menor medida, de las compras de bonos por parte de las entidades de crédito y de los flujos externos, mientras que las entradas del exterior son el principal factor determinante del punto de inflexión del crecimiento de M3 en la zona del euro.** El crecimiento de M2 en EEUU registró un mínimo del -4,5 % en abril de 2023, lastrado por el endurecimiento cuantitativo de la Fed y todas las demás fuentes de creación de dinero, excepto el crédito bancario. Desde entonces, la reducción de la cartera de valores de la Fed ha reforzado el efecto contractivo del endurecimiento cuantitativo, pero otras contrapartidas, con la excepción del crédito bancario, han vuelto a encauzar el crecimiento de M2 hacia cero. Si bien los flujos externos netos de EEUU se vieron respaldados por la inversión de cartera, como en la zona del euro, la persistencia del déficit por cuenta corriente del país ha moderado, en general, los flujos monetarios procedentes del exterior.

## Gráfico G

### Fuentes de creación de dinero

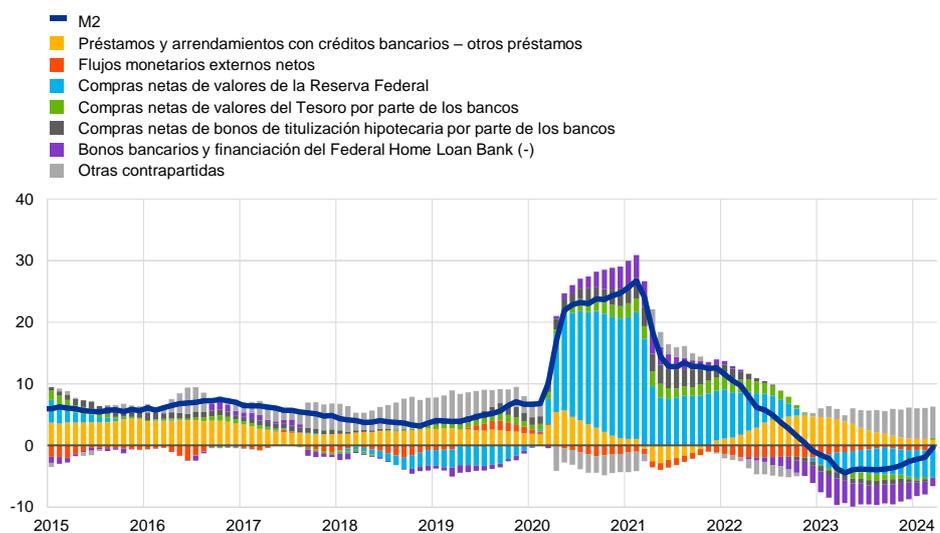
#### a) Zona del euro

(tasas de variación interanual)



#### b) Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Para el panel a, BCE (partidas del balance de las IFM) y cálculos del BCE; para el panel b, Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b, los «flujos monetarios externos netos» (que son los intercambios entre el sector de instituciones financieras no monetarias y el resto del mundo) se obtienen restando la contribución de las entidades de depósito y del banco central (cuando está disponible) a la balanza de pagos de EEUU. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024.

# Artículos

## 1 Retos pasados y futuros para la competitividad exterior de la zona del euro

Michael Fidora y Vanessa Gunnella

### Introducción

**Los exportadores de la zona del euro atraviesan un período difícil desde la pandemia y han perdido competitividad en el comercio internacional.** En las dos últimas décadas, la cuota de mercado de la zona del euro en el comercio mundial ha disminuido gradualmente. Esta tendencia descendente no es exclusiva de la zona: otras economías avanzadas también han ido perdiendo cuota de mercado con la mayor integración de las economías emergentes en el comercio global. Si bien la disminución de las cuotas de mercado no refleja necesariamente un descenso de la competitividad, la participación de la zona del euro en los intercambios comerciales se ha reducido con más rapidez que en otras regiones desde la pandemia, poniendo de manifiesto la naturaleza particular de los retos a los que se enfrenta la zona del euro en cuanto a su competitividad exterior.

**En este artículo se analizan las tendencias de largo plazo que han contribuido a la disminución de la cuota de mercado de la zona del euro en las dos últimas décadas y se relacionan los descensos más recientes con una serie de perturbaciones mundiales que tuvieron un efecto asimétrico en la región, exponiendo así vulnerabilidades importantes de su competitividad exterior.** En el artículo se describen las tendencias de más largo plazo del comportamiento relativo de las exportaciones de la zona del euro, y después se analizan los factores determinantes que explican la debilidad registrada por las exportaciones de la zona desde la pandemia. Entre estos factores se incluyen la perturbación energética que se produjo tras la invasión rusa de Ucrania, las disrupciones en el suministro, otros factores que afectaron a la competitividad precio y no precio, y el papel del comercio de servicios desde la pandemia. Para concluir, en la última parte del artículo se describen algunos retos que depara el futuro, que están relacionados con la persistencia de la perturbación energética, los riesgos asociados a la fragmentación geoeconómica y la actual transformación estructural de las economías europea y mundial.

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

## Impactos económicos y financieros de la degradación de la naturaleza y de la pérdida de biodiversidad

Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet y Sjoerd van der Zwaag

### Introducción

**La naturaleza es crucial para el bienestar humano y aporta servicios ecosistémicos esenciales que sustentan la actividad económica.** La naturaleza abarca todos los seres vivos e inertes de nuestro planeta, y estos forman ecosistemas como bosques, lagos y humedales<sup>1</sup>. Estos ecosistemas proporcionan hábitats para numerosas especies y bienes tangibles como alimentos, agua dulce, madera y recursos medicinales. También mantienen el equilibrio medioambiental, por ejemplo, regulando la calidad del aire, controlando el clima y mitigando las inundaciones. Los ecosistemas facilitan procesos clave como la formación del suelo, el ciclo de nutrientes y la polinización. La naturaleza también ofrece beneficios intangibles como el ocio y el turismo, que se ven gravemente amenazados por el actual ritmo de degradación de la naturaleza y de pérdida de biodiversidad sin precedentes.

**Las empresas, el sector financiero y las autoridades llevan mucho tiempo subestimando, o incluso pasando por alto, la importancia económica de los servicios de los ecosistemas, muchos de los cuales no se negocian en los mercados ni tienen un valor monetario directamente asignado.** Por ejemplo, los humedales actúan como sistemas naturales de filtración de agua y como barreras contra las tormentas, lo que supone un ahorro de miles de millones en los costes de tratamiento del agua y de mitigación de catástrofes. Los bosques absorben dióxido de carbono, por lo que desempeñan un papel vital en la regulación del clima y reducen los impactos económicos del cambio climático. Unos suelos y polinizadores en buen estado son fundamentales para la producción agrícola. Sin polinizadores, el rendimiento de los cultivos disminuiría, lo que se traduciría en un aumento de los costes de producción, una subida de los precios de consumo y una posible escasez de alimentos. Muchos de los servicios que prestan los ecosistemas son bienes públicos y, o bien se infravaloran en los mercados, o bien no se intercambian en mercados en absoluto actualmente. Como resultado, a menudo se pasan por alto en las decisiones económicas, lo que tiene consecuencias significativas para el mundo natural. En el proyecto INCA (Integrated Natural Capital Accounting), un sistema integrado de cuentas de los ecosistemas para la UE, se estimó que, en 2019, diez servicios ecosistémicos de la UE-28 generaron un flujo anual total de beneficios por valor de 234 mm de euros<sup>2</sup>. En el recuadro 2 de este Boletín Económico se

<sup>1</sup> Naciones Unidas, [System of Environmental Economic Accounting](#).

<sup>2</sup> Eurostat, *Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)*, 2021.

describen con más detalle los retos que plantea la incorporación de los servicios ecosistémicos en los indicadores de la actividad económica.

**Estudios recientes han demostrado la alta no linealidad que caracteriza a la pérdida de biodiversidad**<sup>3</sup>. Aunque las pérdidas financieras identificadas hasta ahora pueden parecer limitadas, es importante reconocer que incluso los fenómenos aparentemente poco relevantes —como la desaparición de una sola especie de abeja— pueden tener efectos dominó con un impacto económico sustancial. La desaparición de especies puede frenar la productividad de la economía y aumentar la fragilidad en los servicios que prestan los ecosistemas. Esta fragilidad puede comprometer la resiliencia económica, reducir las oportunidades de crecimiento y agravar nuestra vulnerabilidad a la pérdida de biodiversidad en el futuro. Por tanto, la degradación de la naturaleza puede tener efectos económicos importantes que los bancos centrales deberían conocer para mantener la estabilidad de precios y la financiera. De hecho, las noticias negativas sobre la biodiversidad ya aumentan los indicadores de riesgo de los mercados financieros, especialmente en los países donde los ecosistemas están más degradados<sup>4</sup>.

**Los bancos centrales solo pueden alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera si entienden y prevén los efectos de las tendencias y las perturbaciones económicas en la inflación, en la economía en su conjunto y en el sistema financiero.** Dado el potencial que tienen el cambio climático y la degradación de la naturaleza para causar disrupciones significativas en la economía, estas crisis medioambientales deberían estar integradas en los marcos de política junto con otros factores como la globalización, la demografía y la innovación financiera. Como plantean riesgos graves que pueden afectar al ciclo económico, existe una necesidad imperiosa de realizar análisis minuciosos y adoptar medidas decisivas. Durante el huracán Sandy, por ejemplo, los humedales de la costa noreste de Estados Unidos evitaron daños por inundaciones por valor de 625 millones de dólares estadounidenses<sup>5</sup>. Este ejemplo ilustra la manera en la que la reducción de la capacidad de los ecosistemas para proteger contra inundaciones aumenta la probabilidad de que en el futuro las precipitaciones extremas provoquen inundaciones, lo que alteraría la actividad económica con la frecuencia del ciclo económico. La pérdida de esos servicios ecosistémicos puede ocasionar mayores daños, con efectos duraderos sobre la economía, la infraestructura y la estabilidad financiera de la región afectada.

**En este artículo se analizan las implicaciones de la degradación de la naturaleza y de la pérdida de biodiversidad para la economía y la estabilidad financiera.** Se estudian los factores determinantes de la pérdida de biodiversidad, su interconexión con el cambio climático y el impacto material de estos riesgos en la zona del euro. En este artículo también se ponen de relieve los avances logrados en la cuantificación de los riesgos relacionados con la naturaleza, y se incluye un

<sup>3</sup> S. Giglio, T. Kuchler, J. Stroebel y O. Wang, «[The economics of biodiversity loss](#)», trabajo presentado en el Foro del BCE sobre Banca Central (ECB Forum on Central Banking) titulado «Monetary policy in an era of transformation», Sintra, Portugal, 2024.

<sup>4</sup> *Ibid.*

<sup>5</sup> S. Narayan *et al.*, «[The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA](#)», *Scientific Reports*, 7, 9463, 2017.

recuadro donde se presentan los resultados de estudios realizados por los bancos centrales de los Países Bajos y de Francia. Por último, se describen los próximos pasos para gestionar estos riesgos y sus implicaciones desde la perspectiva de un banco central.

## Conclusiones

**Los riesgos derivados de la degradación de la naturaleza y de la pérdida de biodiversidad plantean retos posiblemente significativos para el objetivo del SEBC de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera establecido en el Tratado.** Afrontar estos retos exige adoptar un enfoque sistemático, proactivo y exhaustivo para cuantificar y evaluar los crecientes riesgos económicos y financieros relacionados con la naturaleza. El ritmo acelerado de degradación de la naturaleza pone de manifiesto la urgencia de estas consideraciones, y pasarlas por alto podría poner en peligro la estabilidad ecológica y la resiliencia económica, que son de importancia vital. Si se pretenden evitar los efectos dominó impredecibles de la pérdida de biodiversidad, las autoridades y las entidades financieras deberían incorporar plenamente los costes de la degradación de la naturaleza en sus procesos de toma de decisiones.

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el ECB Data Portal:	<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	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,7	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 III TR	0,9	1,2	-0,1	-1,1	1,8	0,0	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
IV TR	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,2	0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 I TR	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
II TR	.	0,7	0,6	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
2024 Mar	-	-	-	-	-	-	5,8	6,4	3,5	3,2	2,7	0,1	2,4
Abr	-	-	-	-	-	-	5,7	6,2	3,4	2,3	2,5	0,3	2,4
May	-	-	-	-	-	-	5,9	6,1	3,3	2,0	2,8	0,3	2,6
Jun	-	-	-	-	-	-	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5
Jul	-	-	-	-	-	-	5,4	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6
Ago	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,2

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.

## 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	9,3	12,9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,6
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,8	2,7	
2023 III TR	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	0,3	-0,2	0,8	
IV TR	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,7	0,8	0,6	
2024 I TR	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,4	-0,7	
II TR	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,1	1,1	
2024 Mar	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,2	0,4	-0,7	
Abr	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,9	1,9	1,8	
May	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,3	1,4	1,2	
Jun	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,1	1,1	
Jul	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	.	.	.	
Ago	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	49,9	53,8	48,4	.	.	.	

Fuentes: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <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				Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2021	12.577,5	12.070,1	6.439,2	2.777,5	2.715,2	1.396,8	773,4	538,1	138,2	494,1	6.113,5	5.606,2
2022	13.652,2	13.363,9	7.219,6	2.940,7	2.986,7	1.547,6	855,5	576,2	216,9	241,3	7.402,6	7.114,3
2023	14.499,9	13.979,2	7.721,2	3.086,3	3.130,9	1.605,3	903,4	614,6	40,9	530,8	7.388,5	6.867,8
2023 III TR	3.638,1	3.500,2	1.946,1	776,7	780,3	401,0	227,4	150,0	-3,0	141,2	1.830,1	1.692,2
IV TR	3.680,5	3.544,0	1.956,7	788,8	795,0	401,5	223,5	168,2	3,5	134,3	1.843,3	1.706,8
2024 I TR	3.716,8	3.533,6	1.978,0	795,8	781,0	403,7	220,7	154,6	-21,3	182,2	1.865,1	1.681,8
II TR	3.739,6	3.541,1	1.984,3	803,2	765,3	402,5	221,1	139,7	-11,6	.	1.903,0	1.704,5
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2023	100,0	96,4	53,2	21,3	21,6	11,1	6,2	4,2	0,3	3,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2023 III TR	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,2	1,0	-	-	-1,2	-1,5
IV TR	0,1	0,1	0,0	0,7	1,0	-0,6	-2,8	10,7	-	-	0,3	0,5
2024 I TR	0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,8	0,1	-0,4	-8,0	-	-	1,1	-0,6
II TR	0,2	-0,3	-0,1	0,6	-2,2	-0,5	0,1	-9,8	-	-	1,4	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2021	6,2	5,0	4,7	4,3	3,5	5,7	8,0	-6,6	-	-	11,4	8,9
2022	3,3	3,5	4,9	1,1	1,9	0,2	4,0	3,5	-	-	7,3	8,1
2023	0,4	0,2	0,7	1,2	0,9	-1,3	2,1	4,7	-	-	-0,5	-0,9
2023 III TR	0,0	-0,3	-0,1	1,9	0,2	-0,6	1,4	0,8	-	-	-2,4	-3,1
IV TR	0,2	0,2	0,9	1,9	1,3	-0,9	-1,0	10,4	-	-	-2,3	-2,4
2024 I TR	0,5	0,0	0,9	1,7	-1,0	-1,7	-3,0	4,0	-	-	-0,8	-1,9
II TR	0,6	-0,8	0,5	2,1	-3,0	-1,6	-2,9	-7,1	-	-	1,7	-1,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2023 III TR	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
IV TR	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-	-
2024 I TR	0,3	-0,5	0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,8	-	-
II TR	0,2	-0,3	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2021	6,2	5,0	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,3	3,4	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-
2023	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6	0,2	-	-
2023 III TR	0,0	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,4	-	-
IV TR	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,4	-0,9	0,0	-	-
2024 I TR	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,5	-	-
II TR	0,6	-0,8	0,3	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	1,4	-	-

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	11.232,0	185,8	2.173,4	589,7	2.014,9	601,8	518,3	1.267,8	1.353,6	2.195,9	330,7	1.345,5
2022	12.273,1	217,3	2.432,8	632,7	2.345,7	629,0	535,8	1.323,1	1.462,5	2.315,2	378,9	1.379,1
2023	13.117,8	224,3	2.593,3	702,2	2.445,5	676,4	602,2	1.450,0	1.570,4	2.442,2	411,3	1.382,1
2023 III TR	3.284,8	55,4	643,5	176,5	611,1	169,9	152,2	363,6	395,0	614,0	103,5	353,3
IV TR	3.325,3	55,1	648,3	178,6	618,7	171,8	154,0	368,6	402,0	624,6	103,7	355,1
2024 I TR	3.350,5	56,3	636,8	181,4	624,6	173,8	159,0	373,3	406,7	632,8	105,6	366,3
II TR	3.370,5	56,5	632,3	181,1	633,4	176,0	160,9	376,7	411,6	635,8	106,1	369,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2023	100,0	1,7	19,8	5,4	18,6	5,2	4,6	11,1	12,0	18,6	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2023 III TR	0,0	-1,2	-1,0	-0,3	0,0	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,4	1,8	0,5
IV TR	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	1,7	-0,5	0,5	1,0	0,6	-1,6	-2,9
2024 I TR	0,2	0,8	-0,6	0,4	0,6	0,2	1,1	0,5	0,4	0,1	1,0	1,2
II TR	0,2	-0,9	-0,1	-1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2021	6,1	2,1	8,3	3,5	8,0	10,1	5,5	2,2	8,7	3,4	4,8	7,3
2022	3,6	-1,2	0,4	-1,4	8,7	5,5	-2,0	2,2	5,0	2,7	15,9	1,2
2023	0,7	0,3	-1,6	1,1	0,1	4,7	0,1	1,5	1,8	1,0	4,5	-2,4
2023 III TR	0,2	-0,5	-2,2	1,7	-1,0	3,5	0,6	1,3	1,6	0,6	3,4	-1,6
IV TR	0,6	-0,6	-2,4	2,1	0,0	5,0	-0,3	1,5	2,2	1,2	3,4	-3,5
2024 I TR	0,7	-0,2	-1,8	-0,2	1,0	3,6	0,7	1,1	2,4	1,3	1,8	-1,4
II TR	0,8	-1,0	-1,5	-0,7	1,2	2,8	0,6	1,5	2,3	1,4	1,0	-0,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2023 III TR	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-
IV TR	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 I TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
II TR	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2021	6,1	0,0	1,6	0,2	1,4	0,5	0,3	0,3	1,0	0,7	0,2	-
2022	3,6	0,0	0,1	-0,1	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,5	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2023 III TR	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-
IV TR	0,6	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024 I TR	0,7	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
II TR	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-

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	86,2	13,8	3,0	14,3	6,4	24,0	3,2	2,4	1,0	13,9	25,1	6,7
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,0	14,0	25,0	6,7
2023	100,0	86,4	13,6	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,0	25,0	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,3	0,0	3,3	0,2	4,4	0,5	0,9	2,9	2,1	1,1
2022	2,2	2,4	1,2	-1,0	1,2	3,3	3,2	5,9	-0,2	3,6	2,9	1,6	1,6
2023	1,4	1,5	1,0	-1,2	0,9	1,4	1,8	3,5	0,9	2,1	1,7	1,4	1,1
2023 III TR	1,4	1,5	0,9	-0,9	0,7	1,3	2,1	2,5	1,1	1,4	1,5	1,4	0,7
IV TR	1,2	1,2	1,1	-0,5	0,4	1,6	1,2	2,7	0,9	1,3	1,2	1,5	1,3
2024 I TR	1,0	1,0	0,6	-0,5	0,1	1,2	1,2	2,2	0,7	0,0	1,0	1,5	0,3
II TR	0,9	0,9	0,7	-1,0	0,6	1,1	0,5	1,7	0,2	-1,4	0,7	1,6	1,1
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2021	100,0	81,6	18,4	4,1	15,0	7,4	24,1	3,5	2,5	1,1	13,9	22,6	5,9
2022	100,0	81,6	18,4	3,9	14,6	7,4	25,1	3,5	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
2023	100,0	81,8	18,2	3,8	14,5	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
<i>tasas de variación interanual</i>													
2021	5,9	5,7	7,1	1,5	4,9	9,8	6,6	7,6	2,7	6,5	8,3	4,0	6,8
2022	3,4	3,4	3,0	-1,5	0,9	3,4	7,4	5,6	-0,5	5,5	3,9	0,5	5,7
2023	1,2	1,5	0,2	-1,7	0,5	1,0	1,6	3,1	0,5	1,7	1,6	1,4	1,5
2023 III TR	1,5	1,7	0,6	-1,5	0,6	1,5	2,0	2,1	1,0	1,6	1,7	1,9	1,6
IV TR	1,2	1,5	0,3	-1,0	0,5	1,3	1,3	3,0	0,4	0,9	1,4	1,8	1,1
2024 I TR	0,7	0,8	0,3	-1,8	-0,5	0,9	1,1	2,0	-0,3	-0,6	1,3	1,2	0,3
II TR	0,8	1,0	-0,1	-1,5	0,6	0,7	0,3	1,9	-0,2	-1,4	1,1	1,6	1,6
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2021	4,4	4,0	6,7	1,2	4,9	6,3	6,4	3,1	2,2	5,6	5,3	1,8	5,6
2022	1,1	1,0	1,8	-0,5	-0,3	0,2	4,1	-0,3	-0,3	1,9	0,9	-1,0	4,1
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,4
2023 III TR	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,9
IV TR	0,0	0,2	-0,8	-0,5	0,1	-0,3	0,0	0,3	-0,4	-0,4	0,2	0,3	-0,2
2024 I TR	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-0,6	0,3	-0,3	0,0
II TR	-0,1	0,1	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,4

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	165,154	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,549	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,998	3,1	11,408	6,8	2,7	9,150	6,0	2,257	14,6	5,733	6,4	5,675	7,2	3,2
2023	170,162	2,9	11,178	6,6	2,4	8,881	5,8	2,297	14,5	5,644	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 III TR	170,226	2,9	11,215	6,6	2,3	8,885	5,8	2,330	14,6	5,674	6,3	5,540	7,0	3,0
IV TR	170,948	2,9	11,172	6,5	2,3	8,807	5,7	2,366	14,8	5,653	6,2	5,520	6,9	2,9
2024 I TR	171,509	2,9	11,213	6,5	2,3	8,884	5,7	2,328	14,5	5,661	6,2	5,552	6,9	2,9
II TR	.	.	.	6,5	.	.	5,6	.	14,5	.	6,2	.	6,8	2,6
2024 Feb	-	-	11,236	6,6	-	8,887	5,7	2,349	14,7	5,726	6,3	5,510	6,9	-
Mar	-	-	11,152	6,5	-	8,829	5,7	2,323	14,5	5,643	6,2	5,510	6,9	-
Abr	-	-	11,092	6,5	-	8,772	5,6	2,320	14,5	5,632	6,2	5,459	6,8	-
May	-	-	11,107	6,5	-	8,780	5,6	2,327	14,6	5,660	6,2	5,447	6,8	-
Jun	-	-	11,104	6,5	-	8,803	5,6	2,300	14,4	5,680	6,2	5,424	6,7	-
Jul	-	-	10,990	6,4	-	8,727	5,6	2,263	14,2	5,679	6,2	5,311	6,6	-

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				Producción de servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
	Total	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
% 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	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	2,9	1,0	-2,7	3,4	4,5	9,8	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,6	2,4	-1,7	-5,9	1,4	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,6	14,5
2023 III TR	-4,9	-4,4	-5,6	-2,5	-3,2	-7,7	1,6	-2,2	-1,9	-1,6	-3,8	1,8	15,4
IV TR	-4,0	-4,3	-4,7	-2,5	-6,6	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	0,0	-4,0	1,7	4,1
2024 I TR	-4,7	-4,9	-2,8	-6,0	-5,6	-1,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	3,1	4,6
II TR	-3,5	-3,7	-2,3	-6,8	0,4	0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,7	0,6	2,6	4,2
2024 Feb	-6,3	-6,4	-2,8	-9,1	-4,9	-3,3	-1,5	-0,3	-1,2	0,6	-1,4	4,3	4,5
Mar	-1,2	-1,0	-2,7	1,7	-7,3	-2,0	0,0	0,6	0,9	0,8	-1,0	2,0	2,1
Abr	-3,1	-3,1	-2,1	-5,1	-0,2	-1,9	-1,1	0,7	-0,2	1,2	1,5	4,3	4,5
May	-3,3	-3,7	-3,3	-7,3	1,5	0,4	-2,1	0,5	0,5	0,8	0,7	2,5	-3,6
Jun	-3,9	-4,4	-1,5	-7,8	-0,2	2,6	1,0	-0,4	-0,9	0,2	-0,2	1,2	11,7
Jul	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,7	0,2	0,0	.	-8,2
tasas de variación intermensual (d.)													
2024 Feb	0,0	0,9	0,4	1,3	-0,1	-3,1	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-1,1	1,1	0,2
Mar	0,5	0,9	-0,2	0,6	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,2	0,8	-0,3	-1,8
Abr	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	3,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,4
May	-0,9	-0,8	-0,9	-2,6	1,1	0,4	-0,9	0,1	0,9	-0,2	0,4	-0,1	-6,6
Jun	-0,1	-0,1	0,7	0,9	-1,5	1,9	1,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,6	-0,8	14,0
Jul	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,4	0,1	-1,0	.	-12,4

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-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 IV TR	94,8	-9,1	79,9	-16,7	-4,2	-6,6	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	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
II TR	95,9	-10,1	79,0	-14,4	-6,3	-7,2	6,4	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
III TR	.	.	78,3	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 Mar	96,3	-8,8	.	-14,8	-5,6	-6,1	6,4	.	46,1	47,1	51,5	50,3
Abr	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-6,0	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
May	96,2	-9,8	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
Jun	96,0	-10,1	.	-14,0	-6,8	-7,9	6,4	.	45,8	46,1	52,8	50,9
Jul	96,0	-10,4	78,3	-13,0	-6,4	-9,1	5,0	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Ago	96,6	-9,7	.	-13,5	-6,5	-8,1	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y S&P Global Market Intelligence (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	17,1	95,2	2,0	3,6	19,1	8,6	8,8	36,2	7,3	77,2	5,5	10,5	3,3
2022	13,1	92,8	-0,2	2,4	12,3	2,3	8,1	37,1	5,4	72,4	3,3	9,2	2,2
2023	13,7	86,9	1,2	2,0	2,5	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	1,2	0,7
2023 II TR	13,2	89,4	1,2	2,1	1,4	2,9	1,7	36,3	5,7	69,6	1,8	18,5	0,9
III TR	13,4	88,1	0,5	1,9	0,8	1,8	-0,1	35,9	5,8	68,7	1,6	-12,7	0,5
IV TR	13,7	86,9	1,8	2,0	1,7	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	2,9	0,7
2024 I TR	14,2	85,7	2,9	2,0	-2,2	2,1	-0,4	34,6	5,2	67,6	1,9	-4,6	0,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, del endeudamiento y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de los derechos por pensiones).

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

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

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

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <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 III TR	1.432,2	1.371,0	61,2	725,7	646,9	337,8	304,7	325,9	330,7	42,7	88,7	28,9	18,5
IV TR	1.408,3	1.336,1	72,2	714,1	647,0	335,9	304,5	311,3	293,4	46,9	91,1	61,6	40,7
2024 I TR	1.433,5	1.321,3	112,2	726,6	623,0	362,9	331,2	299,6	289,1	44,3	78,1	19,3	31,0
II TR	1.466,2	1.341,2	124,9	742,6	632,9	359,5	321,7	318,3	300,1	45,7	86,5	22,1	16,3
2024 Ene	471,6	429,6	42,0	242,0	198,8	119,2	109,3	96,0	95,6	14,4	25,9	4,0	13,3
Feb	481,9	446,6	35,3	240,7	210,2	125,1	112,4	101,4	98,8	14,7	25,2	4,5	7,9
Mar	480,0	445,1	34,9	244,0	214,0	118,5	109,4	102,2	94,7	15,3	27,0	10,8	9,7
Abr	486,8	450,0	36,8	249,1	212,3	118,8	107,1	102,5	101,7	16,4	28,9	6,3	6,8
May	489,3	451,7	37,6	246,4	212,0	119,9	105,5	109,0	106,0	14,0	28,1	7,2	5,7
Jun	490,1	439,5	50,5	247,1	208,6	120,8	109,1	106,8	92,4	15,3	29,5	8,7	3,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2024 Jun	5.740,1	5.369,7	370,4	2.909,0	2.549,9	1.396,2	1.262,1	1.255,2	1.213,4	179,7	344,3	132,0	106,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2024 Jun	38,9	36,3	2,5	19,7	17,3	9,4	8,5	8,5	8,2	1,2	2,3	0,9	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	
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Total	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	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2023 III TR	-5,2	-22,1	703,6	331,6	141,9	214,5	586,2	678,6	390,7	111,7	158,4	489,6	82,2
IV TR	-4,8	-16,6	708,3	333,3	144,1	214,8	588,6	669,3	383,2	107,6	157,9	477,2	81,1
2024 I TR	-3,0	-12,0	714,4	336,3	142,4	219,1	589,6	653,9	370,9	105,1	158,2	462,7	75,8
II TR	1,6	-4,6	716,1	.	.	.	589,3	667,9	.	.	.	471,1	.
2024 Ene	1,3	-16,0	239,3	113,3	48,2	72,1	197,2	212,0	121,4	33,8	51,4	150,2	25,2
Feb	0,3	-8,0	238,0	111,1	47,6	73,0	197,0	221,2	124,6	35,7	52,6	154,6	24,8
Mar	-9,4	-11,6	237,0	111,9	46,6	73,9	195,4	220,7	124,9	35,6	54,2	157,9	25,7
Abr	13,4	1,8	243,4	113,8	46,3	76,4	199,0	225,1	129,8	36,1	54,7	158,6	27,9
May	-0,9	-6,9	236,5	112,4	44,5	73,7	196,6	224,1	128,0	35,6	53,7	157,8	27,0
Jun	-6,3	-8,6	236,2	.	.	.	193,7	218,7	.	.	.	154,7	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2023 II TR	-3,7	-6,7	97,2	92,7	100,0	105,2	97,2	109,5	107,3	112,2	112,0	110,7	158,7
III TR	-4,2	-10,1	96,3	93,8	96,0	102,4	96,0	106,7	104,6	111,4	109,5	108,6	171,6
IV TR	-3,6	-8,6	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,8	104,7	108,3	105,6	164,5
2024 I TR	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,1	95,5	103,4	100,9	101,3	107,4	102,9	164,5
2023 Dic	-7,3	-11,0	96,7	93,1	96,1	104,6	95,4	105,0	101,9	105,3	107,0	105,2	168,6
2024 Ene	0,8	-9,6	97,8	96,2	95,5	102,3	96,7	101,5	99,8	97,3	104,6	100,7	161,0
Feb	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	104,9	95,0	103,7	101,3	103,0	106,9	103,0	166,8
Mar	-10,7	-8,1	96,0	93,2	92,3	105,2	94,8	105,1	101,6	103,7	110,8	104,9	165,8
Abr	10,8	2,8	96,9	94,1	90,3	107,4	95,7	104,9	102,8	103,8	108,7	105,4	172,4
May	-3,6	-7,3	94,9	93,0	87,3	104,4	93,9	102,8	101,0	101,7	106,8	102,7	171,8

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	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 III TR	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
IV TR	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	1,0	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	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
II TR	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,5	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
2024 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	0,3	2,4	2,1
May	126,3	2,6	2,9	1,3	4,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-1,2	0,6	2,5	2,8
Jun	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
Jul	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
Ago <sup>3)</sup>	126,7	2,2	2,8	.	4,2	0,2	0,4	0,1	0,0	-1,0	0,4	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% 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 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
II TR	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
2024 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	2,8	1,8	0,6	0,7	0,3	3,3	2,8	4,2	-0,7	5,3	4,0
Jun	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1
Jul	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
Ago <sup>3)</sup>	2,4	2,7	1,1	.	0,4	-3,0	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Cons- trucción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residen- ciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2021 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
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	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,1	-8,2
2023 III TR	127,8	-8,6	-0,3	1,5	-3,9	4,5	6,4	5,4	4,9	-25,1	5,1	-2,2	-9,3
IV TR	128,1	-8,4	-1,1	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,1
2024 I TR	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,7	-0,4	.
II TR	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,1	2,8	.	.
2024 Feb	124,7	-8,3	-1,5	-1,3	-5,4	2,0	1,4	-0,5	1,3	-21,3	-	-	-
Mar	124,0	-7,7	-1,2	-1,3	-4,9	1,9	1,2	-0,7	1,1	-20,4	-	-	-
Abr	122,9	-5,6	-0,6	-1,0	-3,9	1,5	1,1	-0,9	1,1	-15,0	-	-	-
May	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,0	-11,6	-	-	-
Jun	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,1	0,9	-9,6	-	-	-
Jul	124,3	-2,1	0,3	0,2	-1,2	1,4	1,2	0,1	0,9	-6,9	-	-	-

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				Exporta- ciones <sup>1)</sup>		Importa- ciones <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	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
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	109,6	2,1	2,8	2,2	1,9	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	115,1	5,1	7,0	6,9	4,7	7,9	12,9	17,5	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,8	5,8	4,4	6,2	3,7	4,0	0,4	-2,5	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 III TR	122,2	5,8	3,5	6,1	3,5	2,9	-2,0	-6,4	79,8	-13,4	-14,5	-12,2	-14,5	-15,2	-13,7
IV TR	123,6	4,9	3,7	4,0	2,7	2,5	-1,9	-4,5	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 I TR	124,4	3,6	2,7	3,2	3,5	2,2	-0,6	-2,8	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
II TR	124,9	3,0	2,8	2,7	2,7	1,7	0,6	0,0	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
2024 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	1,2	8,3	-5,7	0,7	6,6	-6,2
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	12,7	20,3	5,0	10,5	15,1	5,0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11,3	12,6	10,0	11,8	12,7	10,8
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,2	10,1

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

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

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

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	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 III TR	3,5	21,9	15,4	6,5	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	16,7	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
II TR	6,1	13,8	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
2024 Mar	5,6	14,5	15,1	1,6	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
Abr	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
May	6,5	13,9	13,3	3,4	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
Jun	6,1	13,5	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
Jul	6,7	14,5	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Ago	6,1	12,6	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y S&P Global Market Intelligence.

### 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	101,0	1,0	1,1	0,7	1,0	1,1	1,4
2022	105,7	4,6	3,9	7,1	5,0	3,9	2,9
2023	110,4	4,4	4,3	4,7	4,9	3,4	4,5
2023 III TR	106,9	5,0	5,1	4,7	5,6	3,7	4,7
IV TR	117,9	3,4	3,3	3,8	4,1	2,0	4,5
2024 I TR	107,9	4,9	5,1	4,4	4,7	5,4	4,7
II TR	118,5	4,1	4,0	4,5	4,0	5,2	3,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turer y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2021	110,1	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	113,9	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	121,1	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 III TR	121,8	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
IV TR	123,6	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 I TR	125,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
II TR	125,6	4,6	3,7	6,8	5,6	3,9	2,7	4,6	0,9	3,0	4,3	4,7
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2021	111,8	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	116,9	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	123,1	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 III TR	123,8	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
IV TR	125,4	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 I TR	126,9	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
II TR	127,5	4,3	3,7	4,5	3,6	4,6	3,8	5,1	3,9	4,6	4,0	4,5
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2021	101,6	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	102,7	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	101,6	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 III TR	101,6	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
IV TR	101,4	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 I TR	101,5	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
II TR	101,5	-0,3	0,0	-2,1	-1,8	0,7	1,1	0,4	3,0	1,6	-0,2	-0,2
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2021	114,5	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	118,5	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	124,8	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 III TR	125,2	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
IV TR	126,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 I TR	128,4	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
II TR	128,6	4,2	2,6	4,5	4,0	4,5	3,6	5,4	4,1	4,1	4,1	3,8
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2021	104,9	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	104,8	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	104,0	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 III TR	103,7	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
IV TR	103,6	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 I TR	103,6	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
II TR	103,6	-0,2	0,5	-2,1	-1,4	0,9	0,9	0,8	2,9	1,1	-0,2	-0,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	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
2024 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
Jun	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
Jul	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
Ago	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23

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)</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
2024 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
Jun	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	2,91
Jul	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
Ago	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87

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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2024 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
Jun	510,0	4.952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1.159,0	377,0	288,9	772,9	5.415,1	38.858,9
Jul	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9
Ago	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3

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 descu- biertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empre- sarios indi- viduals y socieda- des sin perso- nalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de finan- ciación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>		
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años			Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Ago	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,84	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	1,60	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	1,66	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	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,85	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
Feb	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,89	7,66	7,94	8,63	5,31	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84
Mar	0,39	1,72	3,18	2,91	8,18	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,79	4,00	3,57	3,44	4,04	3,80
Abr	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,09	7,85	8,58	5,20	4,82	3,99	3,59	3,42	4,04	3,80
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,56	7,95	8,69	5,26	4,79	3,97	3,62	3,41	4,03	3,80
Jun	0,38	1,74	3,03	2,84	8,19	17,04	7,38	7,72	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,79
Jul	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,03	7,54	7,79	8,49	5,02	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75

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 descu- biertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de finan- ciación
	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 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	5,65	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	3,97	5,14
Mar	0,91	3,68	3,60	5,35	5,40	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,18	5,16	4,16	5,19
Abr	0,91	3,66	3,34	5,36	5,20	5,61	5,63	5,35	5,09	4,30	5,19	5,00	4,15	5,18
May	0,91	3,64	3,61	5,32	5,28	5,75	5,68	5,38	5,07	4,29	4,99	4,96	4,18	5,11
Jun	0,87	3,54	3,54	5,23	5,26	5,69	5,67	5,22	4,99	4,23	5,02	5,04	4,16	5,07
Jul	0,87	3,48	3,28	5,19	5,04	5,43	5,51	5,27	4,92	4,18	5,08	5,00	4,12	5,06

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		Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central			Sociedades financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central	
			Total	FVC					Total	FVC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Corto plazo</b>														
2021	1.411,7	428,9	128,4	52,5	89,7	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.380,5	476,2	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1.550,8	611,1	151,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,4	212,7	113,4	39,4	48,9	127,5	103,8
2024														
Feb	1.556,9	609,4	170,0	62,4	93,2	684,2	643,6	460,1	183,3	113,9	37,8	39,6	123,3	101,1
Mar	1.572,8	617,4	179,6	71,6	82,1	693,7	646,1	478,1	182,9	124,6	47,2	38,5	132,2	103,7
Abr	1.535,0	576,3	169,3	62,6	91,3	697,9	648,1	454,7	170,5	101,3	38,7	48,9	134,0	106,2
May	1.507,8	555,0	166,8	58,1	93,5	692,6	638,8	451,3	171,5	105,5	40,5	41,7	132,6	101,9
Jun	1.575,7	564,1	211,4	56,6	89,1	711,1	657,0	427,5	165,0	91,4	39,0	39,8	131,2	94,0
Jul	1.569,2	558,4	210,8	52,3	92,8	707,2	651,3	469,3	174,6	112,6	38,7	47,3	134,7	112,0
<b>Largo plazo</b>														
2021	19.918,5	4.168,6	3.364,7	1.376,9	1.621,5	10.763,7	9.942,7	317,1	68,7	83,5	34,1	23,3	141,6	128,1
2022	17.884,2	3.955,3	3.226,4	1.369,8	1.431,9	9.270,6	8.558,6	298,9	79,4	71,0	29,6	17,8	130,6	121,2
2023	19.555,2	4.490,5	3.398,3	1.379,3	1.565,6	10.100,9	9.361,1	326,9	94,6	72,7	28,2	21,2	138,4	130,0
2024														
Feb	19.656,9	4.547,8	3.472,4	1.381,8	1.573,5	10.063,2	9.311,2	370,3	99,8	64,7	10,5	19,3	186,5	168,2
Mar	19.943,2	4.629,9	3.502,7	1.380,9	1.602,3	10.208,3	9.446,5	438,5	127,0	97,6	29,0	34,9	179,1	164,4
Abr	19.841,1	4.647,1	3.497,4	1.374,5	1.591,8	10.104,8	9.355,0	345,2	100,4	66,2	12,9	34,6	144,0	138,1
May	19.890,3	4.662,6	3.525,5	1.371,0	1.610,9	10.091,3	9.341,1	398,6	77,1	108,5	21,0	34,7	178,3	160,1
Jun	20.054,1	4.665,0	3.590,9	1.384,5	1.617,9	10.180,3	9.425,6	319,3	71,0	81,4	29,5	27,3	139,7	131,4
Jul	20.283,4	4.706,3	3.601,8	1.367,6	1.625,8	10.349,5	9.585,9	290,6	78,5	77,8	16,4	14,7	119,6	115,2

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		Total	de las cuales, Administración Central					
			Total	FVC							5
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Saldo vivo</b>											
2021	21.330,2	4.597,6	3.493,0	1.429,4	1.711,1	11.528,4	10.617,5	10.366,3	600,3	1.486,7	8.278,3
2022	19.264,7	4.431,5	3.369,1	1.421,8	1.526,5	9.937,6	9.180,3	8.711,0	525,2	1.290,2	6.895,0
2023	21.106,0	5.101,6	3.550,0	1.443,2	1.651,8	10.802,6	10.020,3	9.684,0	621,8	1.414,7	7.647,0
2024											
Feb	21.213,8	5.157,2	3.642,4	1.444,3	1.666,7	10.747,5	9.954,9	10.159,4	652,5	1.506,4	8.000,0
Mar	21.516,1	5.247,3	3.682,3	1.452,5	1.684,4	10.902,0	10.092,6	10.515,3	727,8	1.595,4	8.191,6
Abr	21.376,1	5.223,4	3.666,8	1.437,1	1.683,1	10.802,8	10.003,1	10.242,2	729,5	1.533,5	7.978,7
May	21.398,1	5.217,5	3.692,2	1.429,1	1.704,4	10.783,9	9.979,9	10.376,2	750,6	1.561,4	8.063,7
Jun	21.629,9	5.229,0	3.802,3	1.441,1	1.707,0	10.891,5	10.082,6	10.068,2	697,9	1.507,9	7.862,0
Jul	21.852,6	5.264,7	3.812,6	1.419,9	1.718,6	11.056,8	10.237,2	10.109,0	734,9	1.526,3	7.847,4
<b>Tasa de crecimiento<sup>1)</sup></b>											
2023 Dic	5,9	12,2	3,1	1,5	2,3	4,6	5,0	-1,5	-3,1	0,7	-1,7
2024 Ene	6,0	11,2	5,0	3,4	2,1	4,7	5,1	-1,5	-3,0	0,7	-1,8
Feb	5,8	10,7	4,8	2,6	2,0	4,5	4,8	-1,5	-3,0	0,7	-1,7
Mar	5,9	11,4	4,9	2,7	2,3	4,3	4,6	-1,3	-3,0	1,0	-1,6
Abr	5,7	10,3	4,4	0,9	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,6	-1,6
May	5,4	8,8	3,7	-2,4	2,7	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,6	-1,3
Jun	4,7	7,4	3,4	-3,1	3,0	4,2	4,1	-0,6	-3,3	-1,0	-0,3
Jul	4,1	5,4	3,4	-4,4	2,0	4,1	4,1	-0,5	-3,5	-0,8	-0,2

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	88,9	67,1	87,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,7	84,1	62,2	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,5	64,5	86,3	121,8	94,7
2023 III TR	98,9	94,9	99,0	89,4	64,9	87,2	123,5	95,9
IV TR	98,3	94,2	98,3	89,2	65,0	86,9	123,0	95,1
2024 I TR	98,4	94,4	98,4	89,5	65,0	87,4	123,7	95,2
II TR	98,7	94,6	98,4	.	.	.	124,1	95,2
2024 Mar	98,8	94,8	98,7	-	-	-	124,2	95,5
Abr	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,2
May	98,9	94,8	98,6	-	-	-	124,4	95,3
Jun	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0
Jul	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5
Ago	99,0	94,9	98,7	-	-	-	125,2	95,7
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2024 Ago	0,0	-0,1	-0,1	-	-	-	0,4	0,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2024 Ago	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-	1,2	-0,4

Fuente: BCE.

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

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslopi 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	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
2024 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
Jun	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
Jul	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
Ago	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2024 Ago	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,5	-5,9	0,2	1,0	0,1	-0,7	-2,3	1,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2024 Ago	-0,5	.	4,4	0,1	2,5	2,0	-3,8	-0,9	0,7	-3,0	-1,4	0,9

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <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 II TR	32.071,3	31.998,5	72,8	12.218,1	10.028,3	11.962,3	14.119,1	-9,0	6.794,7	7.851,1	1.105,2	16.375,9
III TR	32.250,2	31.983,3	266,9	12.318,8	10.109,6	12.006,9	14.111,2	-31,2	6.842,1	7.762,5	1.113,6	16.374,8
IV TR	32.190,1	31.841,7	348,4	11.939,7	9.696,9	12.447,1	14.682,9	-15,3	6.670,8	7.461,9	1.147,7	16.048,3
2024 I TR	33.581,1	32.989,2	591,9	12.255,9	9.806,9	13.142,9	15.446,3	-15,8	6.983,1	7.736,1	1.215,1	16.537,5
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2024 I TR	229,4	225,4	4,0	83,7	67,0	89,8	105,5	-0,1	47,7	52,9	8,3	113,0
<b>Transacciones</b>												
2023 III TR	129,6	35,4	94,2	4,4	14,8	98,5	111,0	-1,1	29,9	-90,4	-2,2	-
IV TR	-304,0	-424,3	120,3	-308,1	-300,2	44,0	84,3	23,0	-69,3	-208,4	6,4	-
2024 I TR	563,9	451,9	112,0	118,3	50,0	174,4	190,0	11,4	258,6	211,9	1,2	-
II TR	195,0	64,7	130,3	49,2	-32,6	160,6	226,5	2,3	-20,9	-129,2	3,8	-
2024 Ene	214,8	174,8	39,9	25,6	16,0	71,3	91,2	12,0	105,0	67,7	0,8	-
Feb	208,8	193,9	14,9	52,4	3,0	59,1	72,6	11,4	85,1	118,3	0,9	-
Mar	140,3	83,1	57,2	40,3	31,1	44,0	26,2	-11,9	68,4	25,8	-0,5	-
Abr	68,7	55,4	13,3	25,6	-7,0	23,1	45,2	6,6	12,7	17,2	0,8	-
May	138,9	108,5	30,4	22,0	4,0	63,5	63,7	-2,8	54,5	40,8	1,6	-
Jun	-12,6	-99,2	86,6	1,6	-29,6	74,0	117,6	-1,5	-88,0	-187,2	1,3	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2024 Jun	584,5	127,7	456,8	-136,1	-268,0	477,6	611,8	35,7	198,2	-216,1	9,1	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2024 Jun	4,0	0,9	3,1	-0,9	-1,8	3,2	4,1	0,2	1,3	-1,5	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											Total
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	819,7	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 III TR	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,1	131,0	714,4	75,7	921,1	15.994,2
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	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5
II TR <sup>(p)</sup>	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	814,7	58,7	1.080,1	16.381,4
2024 Feb	1.533,0	8.711,8	10.244,8	2.423,9	2.433,7	4.857,6	15.102,4	178,6	769,2	69,2	1.016,9	16.119,3
Mar	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5
Abr	1.531,8	8.722,6	10.254,4	2.460,1	2.431,5	4.891,6	15.146,0	205,1	797,2	73,3	1.075,6	16.221,6
May	1.529,0	8.725,9	10.254,9	2.505,8	2.430,8	4.936,6	15.191,5	205,2	791,0	67,4	1.063,6	16.255,1
Jun	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	814,7	58,7	1.080,1	16.381,4
Jul <sup>(p)</sup>	1.536,7	8.748,4	10.285,1	2.526,6	2.423,9	4.950,5	15.235,6	226,9	823,4	54,2	1.104,4	16.340,1
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	23,3	157,9	24,0
2023 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	-129,2	228,9	-6,8	222,1	92,9	35,0	26,0	-6,2	54,8	147,7
2024 I TR	-12,6	-104,1	-116,6	135,8	-27,0	108,9	-7,8	8,3	47,4	7,6	63,3	55,5
II TR <sup>(p)</sup>	10,7	72,4	83,2	58,3	-2,3	56,0	139,1	13,6	24,6	-13,5	24,7	163,8
2024 Feb	0,2	-17,8	-17,6	65,7	-13,3	52,4	34,8	-4,6	15,1	-15,1	-4,6	30,2
Mar	-10,2	24,0	13,8	23,5	-2,7	20,8	34,6	14,2	17,9	1,6	33,7	68,3
Abr	9,0	-14,8	-5,8	10,8	0,5	11,3	5,5	12,2	9,9	1,8	23,9	29,4
May	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,7	-4,9	-12,2	26,6
Jun	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	22,3	-10,4	13,0	107,9
Jul <sup>(p)</sup>	3,1	-58,6	-55,5	-2,8	-4,8	-7,6	-63,2	20,4	7,3	-5,4	22,2	-40,9
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	458,1	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2
2023 III TR	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,0	19,9	-1,2
IV TR	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2
2024 I TR	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-17,0	19,3	0,9
II TR <sup>(p)</sup>	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3
2024 Feb	-0,4	-8,9	-7,7	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	-0,1	18,2	0,4
Mar	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-17,0	19,3	0,9
Abr	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,7	22,7	1,3
May	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,4	17,6	1,5
Jun	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3
Jul <sup>(p)</sup>	0,2	-3,6	-3,1	30,5	-3,3	11,4	1,2	66,9	18,0	-30,7	21,0	2,3

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 III TR	3.322,7	2.438,8	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	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
II TR <sup>(a)</sup>	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
2024 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	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
Abr	3.346,3	2.384,2	824,6	126,8	10,7	8.487,9	5.058,9	1.160,6	2.267,4	1,0	1.248,8	209,9	526,4
May	3.371,8	2.389,1	847,0	127,0	8,7	8.496,2	5.047,0	1.180,4	2.267,7	1,0	1.262,1	214,8	522,8
Jun	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
Jul <sup>(a)</sup>	3.368,0	2.402,1	828,4	127,0	10,5	8.544,2	5.058,3	1.221,9	2.263,2	0,9	1.266,0	210,7	537,0
<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 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	21,2	-8,7	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	-4,0	-46,0	45,7	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,2	-8,0	1,3
II TR <sup>(a)</sup>	59,9	41,6	20,1	0,0	-1,8	69,3	7,2	62,1	-0,2	0,2	21,2	-1,5	-6,8
2024 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	13,2	3,7	10,3	-0,7	-0,2	27,5	2,6	24,6	0,4	-0,1	3,2	-17,6	-17,7
May	28,1	6,4	23,3	0,2	-1,9	8,9	-11,5	20,0	0,3	0,0	3,6	5,1	-3,7
Jun	18,6	31,4	-13,6	0,5	0,3	32,8	16,1	17,5	-1,0	0,2	14,4	11,0	14,6
Jul <sup>(a)</sup>	-25,5	-18,5	-7,9	-0,6	1,6	14,6	-5,2	23,6	-3,5	-0,3	-19,1	-15,2	-0,7
<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 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	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
II TR <sup>(a)</sup>	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
2024 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	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	2,0	-8,6	-6,8
May	1,9	-5,4	31,8	-3,1	-11,9	1,6	-5,7	81,1	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-6,9
Jun	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
Jul <sup>(a)</sup>	1,8	-2,6	17,9	-3,0	8,5	2,2	-4,0	62,3	-3,2	10,2	4,9	-3,1	-5,2

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								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total		A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>			A empresas de seguros y fondos de pensiones
					Total	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	6.362,0	1.004,7	5.332,2	15.390,5	12.990,1	13.177,9	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,4	836,0
2023	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2023 III TR	6.212,5	989,2	5.198,3	15.435,5	12.984,0	13.192,8	5.114,7	6.635,7	1.096,5	137,2	1.576,9	874,6
IV TR	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2024 I TR	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
II TR	6.194,3	978,8	5.189,7	15.573,3	13.102,5	13.341,6	5.128,6	6.644,0	1.199,7	130,1	1.554,1	916,7
2024 Feb	6.211,5	982,6	5.203,3	15.527,8	13.028,1	13.262,5	5.113,2	6.638,2	1.140,6	136,1	1.582,2	917,5
Mar	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
Abr	6.210,8	972,8	5.212,4	15.534,2	13.058,4	13.292,5	5.111,5	6.642,2	1.167,6	137,0	1.556,0	919,8
May	6.177,7	972,8	5.179,2	15.530,7	13.066,5	13.299,9	5.115,9	6.641,0	1.179,7	129,9	1.542,2	922,1
Jun	6.194,3	978,8	5.189,7	15.573,3	13.102,5	13.341,6	5.128,6	6.644,0	1.199,7	130,1	1.554,1	916,7
Jul	6.216,5	972,0	5.218,8	15.590,0	13.132,6	13.365,0	5.123,7	6.643,1	1.234,1	131,8	1.532,4	924,9
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	175,9	9,6	165,0	636,0	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,3
2023	-159,5	-16,8	-142,9	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 III TR	-18,1	1,6	-19,4	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
IV TR	6,8	7,8	-1,3	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 I TR	-75,6	-16,4	-59,4	60,7	24,8	37,4	-5,5	-0,8	30,4	0,8	12,2	23,7
II TR	-3,0	2,4	-5,7	19,2	41,5	52,7	15,2	2,5	33,6	-9,8	-16,3	-6,1
2024 Feb	-22,2	-2,0	-20,2	36,3	32,9	33,2	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
Mar	-9,3	-5,6	-3,7	17,2	20,0	15,9	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
Abr	14,6	-3,3	17,9	-7,4	13,4	16,8	-4,3	-1,2	21,6	-2,8	-14,7	-6,1
May	-29,0	-0,1	-28,9	-9,0	2,3	2,3	6,9	-1,0	3,5	-7,1	-13,3	2,0
Jun	11,3	5,9	5,3	35,5	25,8	33,5	12,7	4,6	8,4	0,1	11,6	-2,0
Jul	-13,5	-6,9	-6,5	14,8	34,7	28,0	-2,1	0,1	34,9	1,7	-24,7	4,8
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 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	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
II TR	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
2024 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	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
Abr	-1,9	-0,7	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,2	-0,2	8,7	-4,5	-0,6	5,7
May	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,5	5,2
Jun	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
Jul	-1,1	-0,9	-1,2	0,8	1,1	1,3	0,2	0,4	9,6	-2,5	-3,1	4,3

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
	Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
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	962,6	1.077,6	3.089,6	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,6	700,2
2023	5.126,7	5.143,4	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2023 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	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 I TR	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
II TR	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
2024 Feb	5.113,2	5.130,4	890,9	1.090,6	3.131,7	6.638,2	6.871,8	736,8	5.220,3	681,1
Mar	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
Abr	5.111,5	5.127,4	877,3	1.087,4	3.146,8	6.642,2	6.876,2	741,4	5.223,9	676,9
May	5.115,9	5.128,9	886,8	1.086,4	3.142,7	6.641,0	6.877,9	742,0	5.222,2	676,7
Jun	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
Jul	5.123,7	5.140,0	899,9	1.085,9	3.137,9	6.643,1	6.882,8	741,3	5.228,6	673,2
Operaciones										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,4	309,2	77,9	77,5	114,1	241,9	250,3	23,3	217,7	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,6	10,3	27,8	7,8	25,7	18,9	10,0	-21,1
2023 III TR	-8,6	-10,3	-10,8	-3,3	5,6	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
IV TR	10,0	30,3	4,1	5,2	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 I TR	-5,5	-3,3	-20,1	-1,4	16,0	-0,8	9,8	9,4	-5,3	-5,0
II TR	15,2	17,7	17,4	-1,8	-0,4	2,5	10,3	0,2	4,0	-1,7
2024 Feb	5,7	6,2	2,1	-2,3	5,9	4,7	4,0	2,6	4,5	-2,3
Mar	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,8
Abr	-4,3	-5,1	-7,0	-2,7	5,3	-1,2	3,3	-0,2	1,4	-2,3
May	6,9	3,7	10,4	-0,4	-3,2	-1,0	3,0	1,1	-1,5	-0,6
Jun	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
Jul	-2,1	-3,7	-0,6	-1,3	-0,3	0,1	3,9	1,8	2,2	-3,9
Tasas de crecimiento										
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	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 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	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 I TR	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
II TR	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
2024 Feb	-0,3	0,3	-4,5	0,1	0,8	-0,2	0,3	2,8	-0,2	-3,1
Mar	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Abr	-0,2	0,2	-3,7	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
May	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9
Jun	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
Jul	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7

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	6.744,4	1.783,1	45,9	2.110,6	2.804,8	1.333,6	375,4	137,2	147,2
2023	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2023 III TR	455,9	7.123,0	1.824,6	72,9	2.355,9	2.869,6	1.633,6	291,6	153,8	163,3
IV TR	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2024 I TR	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
II TR <sup>3)</sup>	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	330,9	182,6	176,5
2024 Feb	438,6	7.354,4	1.828,1	101,7	2.457,3	2.967,4	1.941,7	231,5	165,4	173,4
Mar	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
Abr	438,2	7.490,3	1.826,4	107,9	2.524,7	3.031,3	2.174,1	231,0	163,6	177,4
May	445,1	7.490,7	1.824,7	109,0	2.520,9	3.036,1	2.234,2	248,2	159,1	165,0
Jun	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	330,9	182,6	176,5
Jul <sup>3)</sup>	394,0	7.577,4	1.821,8	111,0	2.526,1	3.118,5	2.341,2	163,7	166,9	154,9
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	46,8	-89,0	-4,4	0,5	139,8	-68,3	-190,1	10,4	18,0
2023	-193,6	323,1	24,7	40,1	231,1	27,1	459,0	-201,6	19,7	9,0
2023 III TR	-29,1	91,4	16,9	11,4	44,5	18,7	130,5	-64,9	-13,3	-6,0
IV TR	5,4	62,5	-11,3	17,6	65,7	-9,4	176,2	-6,5	1,2	-10,7
2024 I TR	-61,5	117,0	4,9	14,7	93,7	3,7	132,7	-6,9	25,6	21,5
II TR <sup>3)</sup>	14,9	54,8	2,1	4,6	27,2	21,0	142,8	74,5	4,6	2,3
2024 Feb	-18,6	12,0	1,8	4,7	13,8	-8,2	-12,2	21,8	2,3	13,7
Mar	-39,2	34,3	0,4	3,5	42,0	-11,7	39,1	16,4	12,5	0,8
Abr	39,5	16,6	-2,1	2,6	22,4	-6,3	102,3	-24,0	-14,4	3,2
May	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	62,0	20,8	-4,5	-12,4
Jun	-31,5	26,7	5,2	0,8	1,6	19,2	-21,5	77,8	23,5	11,4
Jul <sup>3)</sup>	-19,7	-0,2	-8,2	1,2	4,7	2,1	77,5	-139,5	-15,7	-21,6
Tasas de crecimiento										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,7	-4,8	-13,0	-0,1	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2023 III TR	-30,2	4,7	1,4	48,8	10,5	1,9	-	-	5,6	14,2
IV TR	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2024 I TR	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
II TR <sup>3)</sup>	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
2024 Feb	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,7	1,2	-	-	10,0	11,0
Mar	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
Abr	-23,2	5,0	0,4	89,7	12,6	0,4	-	-	9,6	11,8
May	-10,4	4,7	0,6	85,0	11,2	0,5	-	-	-6,1	-8,6
Jun	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
Jul <sup>3)</sup>	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0

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:
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	Déficit (-)/superávit (+) primarios
	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	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 II TR	-4,0	.	.	.	.	-2,3
III TR	-3,9	.	.	.	.	-2,1
IV TR	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 I TR	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	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	12,8	12,7	15,5	0,5	53,5	48,8	10,7	6,0	1,5	25,3	4,7
2021	47,1	46,3	13,1	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,2	9,9	5,9	1,7	22,7	5,3
2023	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2023 II TR	46,3	45,6	13,3	12,7	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	5,9	1,7	22,6	5,4
III TR	46,3	45,5	13,3	12,6	14,7	0,8	50,1	44,7	9,8	5,9	1,8	22,5	5,4
IV TR	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2024 I TR	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	49,9	44,6	9,9	6,0	1,8	22,7	5,3

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	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	Total	IFM	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	97,0	3,2	14,5	79,4	54,2	39,0	42,8	11,1	85,9	18,7	30,9	47,4	95,4	1,7	
2021	94,6	2,9	13,8	77,8	54,8	41,2	39,8	9,8	84,7	17,3	30,2	47,1	93,1	1,4	
2022	90,5	2,7	13,2	74,6	52,9	40,1	37,6	8,7	81,7	16,2	28,7	45,6	89,5	1,0	
2023	88,2	2,4	12,2	73,6	49,7	36,5	38,5	8,0	80,3	15,4	28,3	44,6	87,4	0,8	
2023 II TR	89,7	2,5	12,4	74,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
III TR	89,2	2,5	12,1	74,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
IV TR	88,2	2,4	12,2	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2024 I TR	88,7	2,3	12,0	74,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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	13,0	5,5	2,2	2,5	2,1	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,1	5,3	9,5
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	-4,1	2,0	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,7	-5,7	2,7
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,7	2,7
2023 II TR	-3,4	2,3	-0,9	-1,1	-1,5	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,5	-4,7	2,3
III TR	-2,5	2,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,2	2,8
IV TR	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,7
2024 I TR	-1,4	1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,7	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	
		Total	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo		Emisión	Amortización
					Total					Hasta 1 año			
	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 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	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
II TR	13,2	11,8	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2024 Feb	12,5	11,2	4,3	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,6	3,7	2,3
Mar	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
Abr	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
May	12,8	11,4	3,3	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
Jun	13,2	11,8	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
Jul	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,8

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 II TR	-3,8	-3,3	-1,8	1,8	-2,7	-4,6	-5,1	-0,5	-8,3	3,0
III TR	-3,9	-3,1	-2,3	1,4	-1,4	-4,5	-5,4	-0,3	-7,7	3,1
IV TR	-4,4	-2,4	-3,5	1,5	-1,6	-3,6	-5,5	-0,8	-7,4	3,1
2024 I TR	-4,8	-2,5	-3,5	1,5	-0,5	-3,8	-5,6	-0,8	-6,7	3,8
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 II TR	105,6	64,6	18,5	42,4	167,2	111,2	111,2	65,9	140,1	84,9
III TR	107,6	64,6	18,2	43,0	165,6	109,8	111,3	64,0	137,9	79,0
IV TR	105,2	63,6	19,6	43,3	161,9	107,7	109,9	63,1	137,3	77,3
2024 I TR	108,2	63,4	23,6	42,5	159,8	108,9	110,8	63,3	137,7	76,1
	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 II TR	-3,0	-1,1	-1,1	-4,3	-0,7	-3,3	0,0	-2,8	-2,8	-1,4
III TR	-3,3	-0,9	-1,2	-3,7	-0,6	-3,1	0,4	-2,8	-3,4	-2,1
IV TR	-2,2	-0,8	-1,2	-4,9	-0,4	-2,6	1,2	-2,5	-4,9	-2,9
2024 I TR	-1,9	-0,6	-0,9	-3,9	-0,3	-2,9	0,9	-2,2	-5,0	-3,4
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 II TR	40,1	38,1	28,3	49,8	45,4	78,4	110,1	70,7	59,5	74,5
III TR	42,0	37,4	25,8	49,5	44,4	78,1	107,6	71,8	58,4	74,3
IV TR	43,6	38,3	25,7	50,3	45,1	77,6	99,1	69,2	56,0	76,6
2024 I TR	44,5	40,1	27,2	50,4	43,9	79,7	100,4	70,7	60,7	77,5

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 11 de septiembre de 2024.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-24-006-ES-N (edición electrónica)