



**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

**Número 6/2023**



# 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	24
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	37
6 Evolución de las finanzas públicas	45
<b>Recuadros</b>	<b>49</b>
1 Riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias derivados de El Niño	49
2 ¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?	55
3 La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes	62
4 ¿Cuál es la causa principal de la inflación reciente según los consumidores?	67
5 El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE	74
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de mayo y el 1 de agosto de 2023	85
7 La remuneración del capital de las entidades de crédito e implicaciones para la política monetaria	92
8 El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero quince años después de la gran crisis financiera	100
<b>Artículos</b>	<b>104</b>
1 La cuenta corriente de la zona del euro tras la pandemia y la perturbación energética	104
2 Efectos del cambio climático en el producto potencial	107
3 Décimo aniversario de la encuesta SESFOD: las condiciones de crédito en los mercados de financiación de valores y de derivados OTC denominados en euros desde 2013	109
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

La inflación continúa descendiendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Para reforzar el progreso hacia su objetivo, en su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La subida de tipos se basa en la evaluación del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023 prevén una inflación media del 5,6 % en 2023, del 3,2 % en 2024 y del 2,1 % en 2025. Esto supone una revisión al alza para 2023 y 2024 y a la baja para 2025. La revisión al alza para 2023 y 2024 refleja principalmente una senda más elevada de los precios de la energía. Las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo intensas, pese a que la mayoría de los indicadores han comenzado a moderarse. Los expertos del BCE han revisado ligeramente a la baja la senda proyectada de la inflación excluidos la energía y los alimentos, hasta una media del 5,1 % en 2023, del 2,9 % en 2024 y del 2,2 % en 2025. Las anteriores subidas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno siguen transmitiéndose con fuerza. Las condiciones de financiación han vuelto a endurecerse y están frenando cada vez más la demanda, lo que es un factor importante para que la inflación vuelva al objetivo. Dado el impacto creciente de este endurecimiento sobre la demanda interna y el debilitamiento del entorno del comercio internacional, los expertos del BCE han rebajado significativamente sus proyecciones de crecimiento económico. Ahora esperan que la economía de la zona del euro crezca un 0,7 % en 2023, un 1,0 % en 2024 y un 1,5 % en 2025.

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la

dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

## Actividad económica

La economía mantendrá probablemente un ritmo contenido en los próximos meses. Tras estancarse en general durante la primera mitad del año, los indicadores recientes sugieren que también ha sido débil en el tercer trimestre. El descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro y el impacto de unas condiciones de financiación restrictivas están frenando el crecimiento, debido también a una menor inversión residencial y empresarial. El sector servicios, que había mostrado resiliencia hasta ahora, también se está ralentizando. A más largo plazo, el impulso económico debería recuperarse dado el aumento esperado de las rentas reales, apoyado por el descenso de la inflación, la subida de los salarios y la fortaleza del mercado de trabajo, que respaldarán el gasto en consumo.

El mercado de trabajo ha mantenido su vigor hasta ahora pese a la ralentización de la economía. La tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,4 % en julio. Aunque el empleo creció un 0,2 % en el segundo trimestre, está perdiendo dinamismo. El sector servicios, que ha sido un factor importante del crecimiento del empleo desde mediados de 2022, también está creando ahora menos empleo.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro se han deteriorado, mientras que, a medio plazo, la economía debería retornar gradualmente a registrar un crecimiento moderado en un contexto de recuperación de la demanda interna y externa. La actividad económica de la zona del euro creció a un ritmo contenido en el primer semestre de 2023, pese a la elevada acumulación de carteras de pedidos pendientes en el sector manufacturero y a la corrección de los altos precios de la energía. Además, estos efectos han disminuido en gran medida y los indicadores coyunturales apuntan a un estancamiento a corto plazo ante el endurecimiento de las condiciones de financiación, la débil confianza empresarial y de los consumidores, y el bajo nivel de la demanda externa en un contexto de fortalecimiento del euro. Se espera que el crecimiento repunte a partir de 2024 con el acercamiento de la demanda externa a su tendencia prepandemia y la mejora de las rentas reales, gracias al descenso de la inflación, el fuerte crecimiento de los salarios nominales y el nivel aún bajo, aunque en ligero aumento, del desempleo. No obstante, seguirá viéndose frenado en un contexto en que el endurecimiento de la política monetaria del BCE y las adversas condiciones de oferta de crédito se transmiten a la economía real y el apoyo fiscal se retira gradualmente. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,7 % en 2023, y que repunte hasta el 1,0 % en 2024 y el 1,5 % en 2025. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025, debido a una rebaja significativa de las perspectivas a corto plazo, en un contexto de deterioro de los indicadores de opinión, de condiciones de financiación más restrictivas —

incluidos efectos más adversos sobre la oferta de crédito— y de fortalecimiento del tipo de cambio del euro.

Dado que la crisis energética se está atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo y apoyar al mismo tiempo la transición verde. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse antes del final de 2023 y los progresos hacia una unión de los mercados de capitales deberían acelerarse.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación descendió hasta el 5,3 % en julio, pero se mantuvo en ese nivel en agosto<sup>1</sup>. Su bajada se interrumpió debido a la subida de los precios de la energía en comparación con julio. La tasa de variación de los precios de los alimentos ha disminuido desde el máximo registrado en marzo, pero en agosto se situaba aún en un nivel próximo al 10 %. En los próximos meses, los acusados incrementos registrados en el otoño de 2022 desaparecerán de las tasas anuales, lo que hará descender la inflación.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 5,3 % en agosto, desde el 5,5 % observado en julio. La inflación de los bienes disminuyó hasta el 4,8 % en agosto, desde el 5,0 % de julio y el 5,5 % de junio, debido a la mejora de las condiciones de oferta, a las bajadas anteriores de los precios energéticos, a la reducción de las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción y al debilitamiento de la demanda. La inflación de los servicios cayó hasta el 5,5 %, aunque mantuvo su impulso debido a la solidez del gasto en vacaciones y viajes y al elevado crecimiento de los salarios. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo constante en el 5,5 % en el segundo trimestre del año. La contribución de los costes laborales a la inflación interna interanual se incrementó en el segundo trimestre, debido en parte al debilitamiento de la productividad, si bien la contribución de los beneficios disminuyó por primera vez desde los primeros meses de 2022.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están empezando a bajar en un contexto en que la demanda y la oferta están más alineadas y la contribución

---

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos estadísticos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de septiembre de 2023. Según el último dato publicado el 19 de septiembre de 2023, la inflación medida por el IAPC descendió desde el 5,3 % observado en julio de 2023 hasta el 5,2 % en agosto, tasa que es 0,1 puntos porcentuales inferior a la estimación de avance.

de las anteriores subidas de los precios de la energía está desapareciendo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo fuertes.

Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores han aumentado y requieren un seguimiento continuo.

La inflación general de la zona del euro continuará descendiendo durante el horizonte de proyección debido a la relajación de las presiones sobre los costes y de los cuellos de botella en la oferta, así como a los efectos del endurecimiento de la política monetaria. También se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuya gradualmente, aunque se prevé que se mantenga por encima de la inflación general hasta principios de 2024. La desinflación proyectada se debe a la desaparición progresiva de los efectos de anteriores perturbaciones de los precios de la energía y de otras presiones latentes sobre los precios, y el fuerte crecimiento de los costes laborales se está convirtiendo gradualmente en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los salarios se reducirá de forma gradual a partir de mediados de 2023, aunque se mantendrá en niveles elevados durante el horizonte de proyección, debido a la subida de los salarios mínimos y de la compensación por la inflación, en un contexto de mercados de trabajo tensionados, aunque en proceso de enfriamiento. Se espera que los márgenes de beneficio, que aumentaron notablemente el año pasado, amortigüen la transmisión de los costes laborales a los precios finales a medio plazo. Asimismo, una política monetaria más restrictiva debería frenar cada vez más la inflación subyacente. En conjunto, sobre la base del supuesto de que las expectativas de inflación a medio plazo permanecerán ancladas en el objetivo del BCE, se espera que la inflación general medida por el IAPC descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 5,6 % en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025, y se sitúe en el objetivo en el tercer trimestre de 2025. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para 2023 y 2024, debido a la subida de los precios de los futuros de la energía, y a la baja para 2025, ya que se estima que los efectos de la apreciación del euro, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento de las condiciones cíclicas moderarán la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. El crecimiento podría moderarse si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado, o si la economía mundial se debilita debido, por ejemplo, a una ralentización más acusada en China. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de las rentas reales y el descenso de la incertidumbre hacen que los particulares y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos. Unas condiciones meteorológicas adversas y una mayor propagación de la crisis climática podrían impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de lo esperado. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. No obstante, un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una transmisión más intensa de la política monetaria o a un empeoramiento del entorno económico fuera de la zona del euro, se traduciría en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo.

## Condiciones financieras y monetarias

El endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito han vuelto a encarecerse, debido a que los ahorradores están sustituyendo los depósitos a la vista por depósitos a plazo mejor remunerados y a la desaparición progresiva de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE. Los tipos de interés medios de los préstamos a las empresas y de las hipotecas volvieron a subir en julio, situándose en el 4,9 % y el 3,8 %, respectivamente.

La dinámica del crédito ha seguido debilitándose. Los préstamos a las empresas crecieron a una tasa interanual del 2,2 % en julio, desde el 3,0 % registrado en junio. Los préstamos a los hogares también moderaron su crecimiento, registrando una tasa del 1,3 %, tras el 1,7 % de junio. En términos anualizados basados en los tres últimos meses de datos, los préstamos a los hogares descendieron un 0,8 %, la contracción más acusada desde la introducción del euro. En un contexto de debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo desde el 0,6 % de junio hasta un mínimo histórico del -0,4 % en julio. En términos anualizados en los últimos tres meses, la tasa de M3 se contrajo un 1,5 %.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 4,50 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 20 de septiembre de 2023.

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

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

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

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

## Conclusión

La inflación continúa descendiendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Para reforzar el progreso hacia su objetivo, en su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados.

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

## 1 Entorno exterior

*Se prevé que, tras el fuerte repunte registrado a principios de 2023, la economía mundial crezca a un ritmo más moderado durante el resto del año, principalmente como consecuencia de la pérdida de impulso de la recuperación de la economía china. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento mundial reflejadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre continúan siendo similares, en general, a las incluidas en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio. En efecto, si bien el crecimiento global se mantiene estable en su conjunto en el horizonte de proyección, la composición por países ha cambiado, dado que las perspectivas de crecimiento de China se revisaron significativamente a la baja, mientras que el avance del PIB real de Estados Unidos se ajustó al alza, debido a la capacidad de resistencia que ha exhibido la economía de este país hasta ahora. El débil avance del comercio mundial en 2023 refleja la composición de la actividad económica internacional, que está siendo impulsada por países menos intensivos en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Se espera que la expansión del comercio mundial repunte de nuevo durante el resto del horizonte de proyección y que aumente en consonancia, en líneas generales, con la actividad global. En comparación con las proyecciones de junio, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se revisaron a la baja para 2023, debido, en gran medida, a nuevas revisiones a la baja de los datos históricos y a unos datos peores de lo esperado en el segundo trimestre a la fecha de cierre de las proyecciones. Sin embargo, el crecimiento de la demanda externa durante el resto del horizonte de proyección sigue siendo comparable al reflejado en las proyecciones de junio. La inflación general mundial medida por el índice de precios de consumo (IPC) está disminuyendo gradualmente, pero las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo fuertes, en particular en las economías avanzadas. No obstante, se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro registren un acusado descenso debido a la evolución de los precios de las materias primas.*

**Tras un intenso comienzo a principios de 2023, la actividad económica mundial se está moderando, principalmente como consecuencia de la pérdida de impulso de la recuperación de la economía china.** De acuerdo con las proyecciones de septiembre, el crecimiento global se ralentizará en el segundo semestre del año. Pese a mantenerse prácticamente en línea con las proyecciones de junio, su composición por país ha cambiado<sup>2</sup>. En las principales economías avanzadas, incluidos Estados Unidos y el Reino Unido, la actividad económica siguió mostrando una capacidad de resistencia mayor de lo esperado, mientras que en China su ritmo cayó con más fuerza de lo estimado anteriormente, ya que volvieron a surgir problemas en el sector inmobiliario residencial que frenaron la recuperación impulsada por el consumo. La previsión de moderación de la actividad económica mundial también se ve confirmada por los últimos datos de alta

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

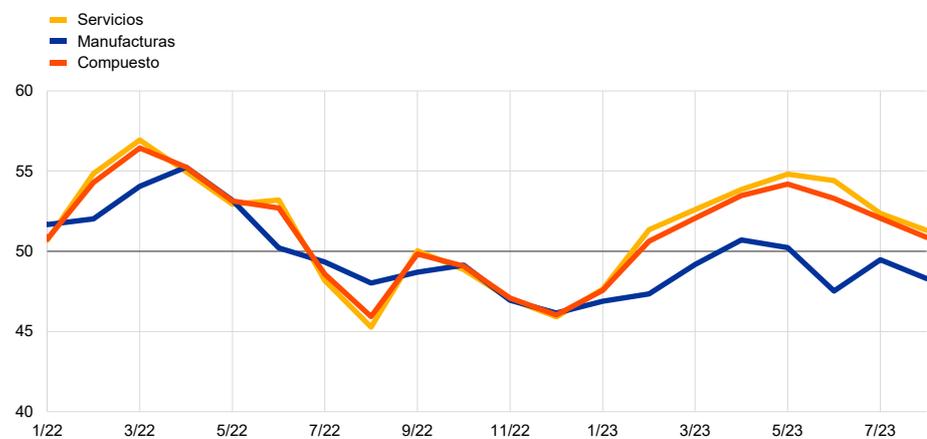
frecuencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global continúa su tendencia descendente, si bien se mantiene en terreno expansivo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Lo mismo es aplicable al PMI de actividad de los servicios, mientras que el PMI de producción de las manufacturas se ha adentrado más en terreno contractivo en las economías avanzadas, pero ha repuntado en las emergentes, estrechando la brecha en relación con el sector servicios (gráfico 1).

### Gráfico 1

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

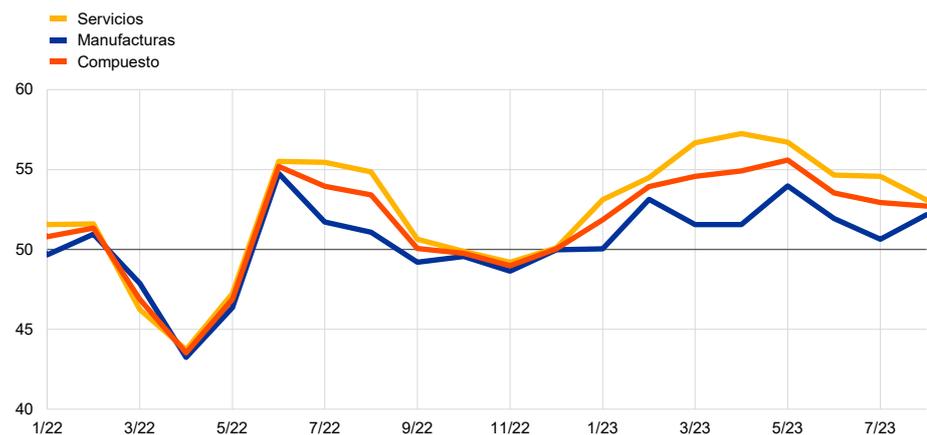
##### a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



##### b) Economías emergentes

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

**Las perspectivas generales de crecimiento mundial reflejadas en las proyecciones de septiembre son similares a las incluidas en las proyecciones de junio, pero se revisaron para las principales economías.** Actualmente está previsto que el PIB real mundial crezca un 3,2 % en 2023, un 3 % en 2024 y un 3,2 % en 2025, lo que incorpora solo ligeras revisiones en comparación con las

proyecciones de junio (+0,1 puntos porcentuales en 2023 y -0,1 puntos porcentuales en 2024 y en 2025). Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de China se han ajustado sustancialmente a la baja, debido a la mencionada dinámica del sector inmobiliario residencial del país<sup>3</sup>. En cambio, la actividad económica de las principales economías avanzadas se revisó al alza para 2023, como consecuencia de la mayor capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, aunque se espera que las perspectivas de crecimiento se debiliten más adelante en el horizonte de proyección. Las economías emergentes siguen siendo un factor determinante del crecimiento económico mundial, a pesar de que el avance previsto es algo más lento que en las proyecciones de junio.

**El crecimiento del comercio mundial seguirá siendo débil este año y se recuperará gradualmente después.** La falta de dinamismo del comercio internacional este año contrasta con la capacidad de resistencia relativa de la actividad global. Está previsto que las importaciones mundiales solo registren un ligero crecimiento este año (+0,2 %), dado que se espera una contracción de las importaciones en las economías avanzadas, como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda a causa del endurecimiento de las condiciones financieras y de los efectos de composición relacionados, en parte, con la recuperación posterior a la pandemia. La combinación de tres efectos de composición continúa explicando la debilidad del comercio en 2023, puesto que la actividad se está viendo impulsada por áreas geográficas menos intensivas en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Sin embargo, la atonía del comercio mundial ha tocado fondo y se espera que vaya cobrando mayor dinamismo gradualmente en los meses restantes de 2023. Esta evolución es acorde con los últimos datos del comercio internacional de bienes (gráfico 2) y también refleja la fuerte recuperación del comercio de servicios (como el turismo) después de la pandemia. Para el período 2024-2025, el comercio mundial recuperaría algo más de impulso y crecería más en línea con el PIB real, a tasas del 3,2 % en 2024 y del 3,3 % en 2025. Según las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se mantendrá estable este año y aumentará un 3 % por año en el período 2024-2025. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para 2023 (-1,1 puntos porcentuales y -0,4 puntos porcentuales, respectivamente), debido, en gran medida, a nuevos ajustes a la baja de los datos históricos en torno al cambio de año y a unas importaciones más débiles de lo anteriormente esperado en el segundo trimestre a la fecha de cierre de las proyecciones. Para 2024 y 2025, las revisiones a la baja son menores y ascienden a alrededor de 0,1 puntos porcentuales por año.

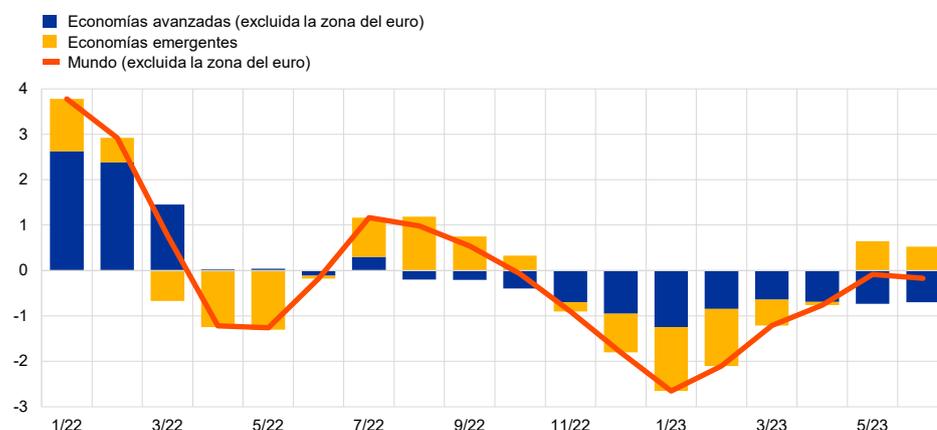
---

<sup>3</sup> A principios de septiembre, las autoridades chinas anunciaron nuevas medidas de apoyo al mercado inmobiliario, que incluyen rebajas de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios existentes y reducciones de los pagos iniciales. Aunque estas medidas se anunciaron tras la fecha de cierre de las proyecciones, aún es demasiado pronto para comprobar si serán suficientes para detener la caída prevista en el sector inmobiliario durante el resto de 2023.

## Gráfico 2

### Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

(importaciones reales, tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2023.

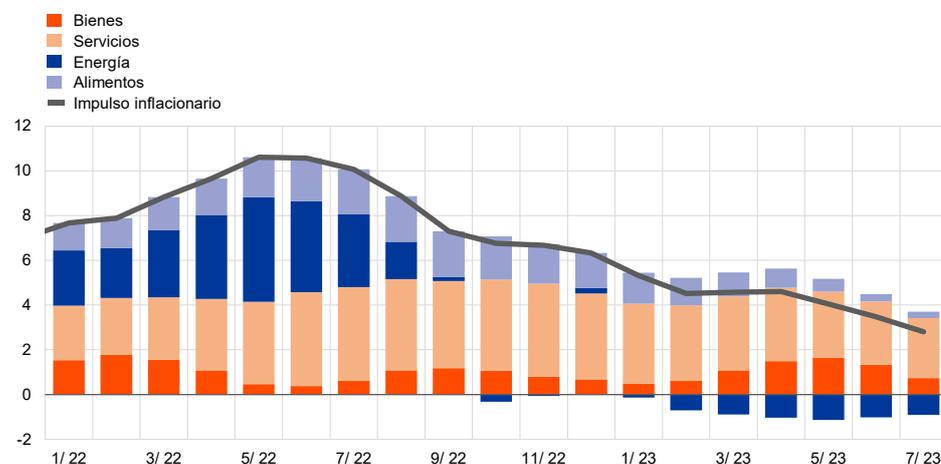
**La inflación general medida por el IPC ha ido disminuyendo en todo el mundo, respaldada por el descenso de los precios de la energía y de los alimentos, pero la inflación subyacente continúa en niveles elevados.** En los países

pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), tanto la inflación general como la subyacente (sin alimentos ni energía), medidas por el IPC, aumentaron ligeramente en julio y se situaron en el 5,9 % (frente al 5,7 % de junio) y en el 6,7 % (frente al 6,6 %), respectivamente. Este aumento se debió sobre todo a la inflación interanual de Turquía, que creció 10 puntos porcentuales y alcanzó el 48 % en julio. Excluida Turquía, la inflación general se mantuvo estable en general en dicho mes (en el 4,4 %, algo inferior al 4,5 % registrado en junio) y la inflación subyacente se redujo ligeramente (hasta el 5 % desde el 5,2 % observado en junio). La persistencia de la elevada inflación subyacente puede atribuirse en gran medida a la evolución de los servicios. La tasa de variación de los precios de los bienes cayó considerablemente porque los desequilibrios globales entre la oferta y la demanda se resolvieron en el mercado de bienes. El impulso inflacionario, medido como las tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores, perdió fuerza en julio y cayó al 2,8 % —frente al 3,5 % del mes anterior— en el caso de la inflación general (gráfico 3) y al 4,3 % —frente al 5,3 %— en el de la subyacente. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro llevan en una senda descendente desde mediados de 2022, como consecuencia de la bajada de los precios de las materias primas y de la disminución gradual de las presiones latentes internas y externas. Dichos precios de exportación se han revisado a la baja para este año con respecto a las proyecciones de junio, como reflejo de un descenso de la inflación de los precios de exportación de los principales socios comerciales, y se han revisado ligeramente al alza para 2024, debido a la subida de los precios de las materias primas.

### Gráfico 3

#### Impulso inflacionario en la OCDE

(tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico excluye a Turquía. Las contribuciones de los componentes respectivos al impulso inflacionario 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 total 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 los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

#### Los precios del crudo son más elevados que en las proyecciones de junio, tras el acuerdo de Arabia Saudí y Rusia de prorrogar sus recortes de producción.

A principios de septiembre, Arabia Saudí y Rusia extendieron sus recortes de producción de un mes al resto de 2023. Estos recortes, que corresponden a alrededor del 1,3 % de la oferta mundial, se suman a los acordados previamente en el grupo de países que integran la OPEP+ y tensionan más el mercado del petróleo que, según la Agencia Internacional de la Energía, presenta actualmente un déficit de oferta. Los efectos de los recortes de suministro compensaron el debilitamiento de la demanda en China. Los precios del gas en Europa han mostrado cierta volatilidad en un contexto de escasez de suministro debido a las interrupciones que se produjeron en Noruega y, más recientemente, a las huelgas en las terminales de gas natural licuado en Australia; no obstante, estos precios han disminuido desde las proyecciones de junio, ya que la UE alcanzó su objetivo de almacenamiento del 90 % tres meses antes de la fecha prevista. Aunque esto implica que los riesgos de suministro a corto plazo siguen siendo limitados, no pueden descartarse por completo porque pueden producirse interrupciones de suministro durante un período prolongado. En general, el mercado europeo del gas sigue siendo muy sensible a las perturbaciones de oferta, como ha puesto de manifiesto recientemente la volatilidad de los precios causada por las interrupciones y las huelgas.

#### Las condiciones financieras globales se endurecieron ligeramente en las economías avanzadas y en las emergentes.

En Estados Unidos, el modesto endurecimiento de las condiciones financieras reflejó principalmente el aumento de los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo y la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense, que se compensó en parte con una percepción favorable del riesgo en el mercado de renta fija privada de ese país. Esta evolución se produjo en un contexto de sorpresas macroeconómicas positivas

y nueva relajación de las presiones inflacionistas. Las condiciones financieras también se volvieron algo más restrictivas en otras economías avanzadas y emergentes, como consecuencia, principalmente, del aumento de los tipos de interés a largo plazo. En las economías emergentes, las monedas nacionales más débiles frente al dólar estadounidense también contribuyeron, en cierta medida, al endurecimiento de las condiciones financieras, ya que las subidas precoces y agresivas de los tipos de interés en algunos países permitieron a sus bancos centrales detener y, en algunos casos, recortar los tipos de interés oficiales, mientras que los diferenciales soberanos y las valoraciones de las acciones se mantuvieron estables.

**En Estados Unidos, la actividad económica siguió mostrando capacidad de resistencia, pero se espera una moderación hacia finales de año a medida que el endurecimiento de la política monetaria restrinja la actividad.** Los datos recientes sobre el gasto de los hogares y la actividad de los servicios sugieren que el crecimiento del PIB conservará su vigor en el tercer trimestre. No obstante, se espera que el avance del consumo de los hogares se modere ligeramente en un entorno de cierta relajación de las condiciones del mercado de trabajo. Se prevé que el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos afecte a la inversión, lo que dará lugar a un crecimiento positivo del PIB, aunque inferior al potencial, en el período 2024-2025. Las proyecciones contemplan una tímida recuperación del crecimiento del PIB real en 2025. La inflación general medida por el IPC repuntó levemente hasta el 3,2 % en julio (frente al 3 % de junio), debido a la menor contribución desinflacionista del componente energético. La inflación subyacente solo descendió de forma ligera, hasta el 4,7 % en julio (frente al 4,8 % de junio), en un contexto de disminución continuada de la tasa de variación los precios de los bienes, mientras que, entre los servicios, el repunte de la tasa de variación de los precios del transporte y de los servicios recreativos compensa, en parte, la lenta caída del ritmo de avance de los precios de los servicios de vivienda. Se espera que la inflación general retroceda, pese a que el crecimiento de los salarios —que sigue siendo intenso, aunque está disminuyendo— ejercerá una persistente presión al alza sobre la tasa de variación de los precios de los servicios no relacionados con la vivienda.

**El crecimiento de China experimentó una acusada pérdida de impulso en el segundo trimestre.** Después de repuntar con fuerza en el primer trimestre de 2023, tras la relajación de las medidas de contención relacionadas con el COVID-19, el dinamismo del crecimiento se redujo notablemente en el segundo trimestre, debido a una nueva desaceleración del mercado de la vivienda, que también afectó a la confianza de los consumidores. Aunque el consumo, especialmente en los servicios, continuó normalizándose, la demanda exterior neta y la inversión privada fueron más débiles de lo esperado en las proyecciones de junio. Los indicadores de alta frecuencia disponibles hasta agosto indican una continuación de la debilidad del mercado de la vivienda y una moderación del crecimiento de los servicios, pero una cierta estabilización de la actividad manufacturera. La inflación general interanual medida por el IPC se situó en terreno negativo en julio (-0,3 % en tasa interanual), mientras que la inflación subyacente medida por el IPC siguió aumentando (+ 0,8 % en tasa interanual), impulsada principalmente por los precios de los servicios. En

términos intermensuales, tanto la inflación general como la subyacente se elevaron ligeramente, tras los descensos registrados en los meses anteriores. Esto sugiere que la inflación interanual podría comenzar a repuntar, aunque es probable que la debilidad de la demanda interna y externa limite las presiones inflacionistas.

**En Japón, la economía registró una expansión significativa en el primer semestre de 2023, aunque en un contexto de dinámica cambiante.** Si bien la demanda interna fue un motor esencial del crecimiento en meses anteriores del año, la expansión sorprendentemente intensa registrada en el segundo trimestre estuvo determinada, casi en su totalidad, por la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna se estancó. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica se mantenga en una senda de crecimiento moderado. Aunque se espera que la demanda interna se recupere en cierta medida en el tercer trimestre, es probable que el crecimiento se desacelere en comparación con el primer semestre del año, como consecuencia de la recuperación de las importaciones. La inflación general interanual se mantuvo sin variación en el 3,3 % en julio, ya que el descenso de la tasa de variación de los precios de la energía se vio compensado por el mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos y el incremento de los precios de los servicios de alojamiento y de las tarifas de telefonía móvil. En ese mismo mes, la inflación subyacente repuntó ligeramente, desde el 2,6 % hasta el 2,7 %, debido al dinamismo subyacente de los precios de las empresas. Se espera que la inflación general se modere en la segunda mitad de este año a medida que se relajen las presiones de costes, en consonancia con la reciente desaceleración de la inflación de los precios de producción y la caída de los precios de importación.

**En el Reino Unido, el crecimiento fue moderado durante el pasado año, en un entorno de elevada inflación y de endurecimiento de las condiciones de financiación, aunque mostró cierta capacidad de resistencia.** También se espera que el avance de la actividad económica siga siendo débil en los próximos trimestres, reflejo de unas presiones inflacionistas más persistentes de lo previsto en las proyecciones de junio, mientras que los hogares y las empresas también se enfrentan a tipos de interés más elevados como consecuencia del endurecimiento adicional de la política monetaria. Los indicadores de opinión recientes han añadido riesgos a la baja para las perspectivas a corto plazo, ya que el índice PMI compuesto de actividad cayó seis puntos en los cuatro últimos meses. Se prevé un repunte de la actividad el próximo año, respaldado por la recuperación de los salarios reales a medida que la inflación siga disminuyendo. La inflación general medida por el IPC se redujo considerablemente en julio, hasta el 6,8 % (desde el 7,9 % de junio), sobre todo como resultado de una fuerte caída de la factura energética y de un descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos. Al mismo tiempo, la inflación subyacente se mantuvo sin cambios en el 6,9 %, debido al nivel persistentemente elevado de la inflación de los servicios. Se espera que la inflación general disminuya con el tiempo y alcance el objetivo del Banco de Inglaterra del 2 % a principios de 2025.

## 2 Actividad económica

*La economía de la zona del euro se estancó en general durante la primera mitad de 2023. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real fue del 0,1 %, la misma tasa que en el primero, y los indicadores recientes sugieren que también ha sido débil en el tercer trimestre. El descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro y el impacto de unas condiciones de financiación restrictivas están frenando el crecimiento, debido también a una menor inversión residencial y empresarial. La ralentización de la actividad se está propagando a todos los sectores de la economía. La producción manufacturera lleva contrayéndose desde el cuarto trimestre de 2022 y se espera que siga siendo débil, habida cuenta de que el anterior impulso a la producción derivado de las carteras de pedidos pendientes está disminuyendo y que los nuevos pedidos continúan en niveles reducidos. La actividad del sector servicios, que hasta entonces había mostrado mayor resiliencia, exhibió señales claras de desaceleración al comienzo del tercer trimestre, lo que sugiere que el estímulo de la demanda de servicios observada tras la pandemia podría estar desapareciendo. A más largo plazo, el dinamismo de la economía debería recuperarse dado el aumento esperado de las rentas reales, apoyado por el descenso de la inflación, la subida de los salarios y la fortaleza del mercado de trabajo, lo que debería respaldar el gasto en consumo.*

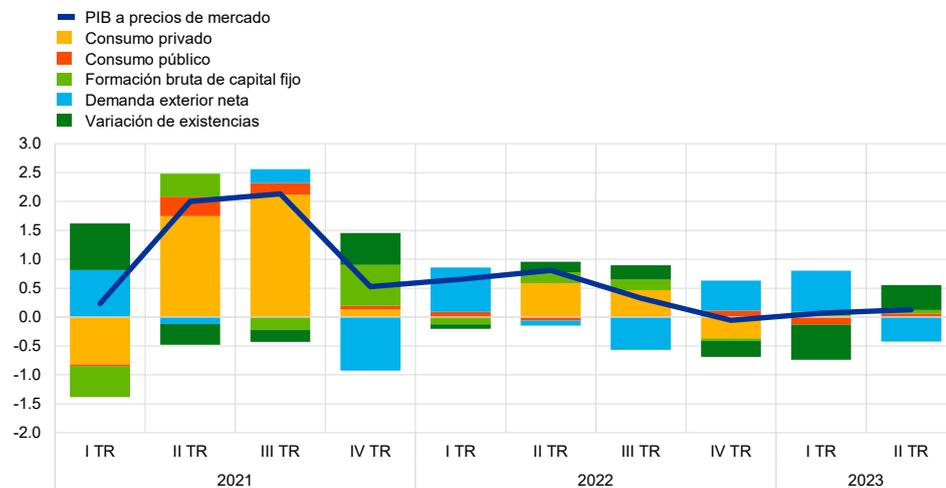
*Estas perspectivas se reflejan en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,7 % en 2023 y que después se recupere hasta el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025. Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja.*

**La economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el segundo trimestre de 2023, con grandes diferencias entre países.** Las contribuciones positivas de la acumulación de existencias y, en menor medida, de la demanda interna fueron contrarrestadas parcialmente por la demanda exterior neta, que contribuyó negativamente (gráfico 4). Este crecimiento modesto de la actividad refleja una dinámica dispar entre sectores: la actividad de los servicios se incrementó, mientras que la de las manufacturas y la construcción disminuyó. También ocultó divergencias considerables entre las mayores economías de la zona del euro, debido al distinto grado en que se vieron afectadas por la desaceleración del comercio mundial de bienes y por la recuperación de los servicios intensivos en contacto social. En tasa intertrimestral, el PIB aumentó un 0,5 % en Francia y un 0,4 % en España, pero se mantuvo sin variación en Alemania y se redujo un 0,4 % en Italia y un 0,3 % en los Países Bajos.

## 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 2023.

**La actividad habría seguido siendo débil en el tercer trimestre de 2023.** Los datos de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento económico reducido en el tercer trimestre de 2023, que obedece no solo a la debilidad persistente de la actividad manufacturera, sino también a una desaceleración de los servicios, que hasta entonces habían mostrado resiliencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro continuó descendiendo por debajo del umbral de expansión de 50 en julio y en agosto. El PMI de las manufacturas permaneció en terreno contractivo, dada la finalización del apoyo procedente de la mejora de las condiciones en las cadenas de suministro y de la disminución de los pedidos pendientes y de los nuevos pedidos (panel a del gráfico 5). Sin embargo, en los últimos meses, la debilidad se propagó a los servicios, y el PMI de actividad de este sector cayó por debajo del umbral de crecimiento nulo en agosto (panel b del gráfico 5). Este nivel refleja la desaparición gradual del efecto de la reapertura posterior a la pandemia sobre la demanda de servicios, que hasta hace poco fue un importante determinante del diferencial de crecimiento entre las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social<sup>4</sup>. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea volvió a retroceder en agosto en los distintos sectores, lo que apunta a un claro debilitamiento de la dinámica de crecimiento en el tercer trimestre. La confianza de los consumidores se redujo ligeramente en agosto, lo que interrumpió la recuperación iniciada a finales de 2022, y se sitúa muy por debajo de su media de largo plazo. Ello sugiere unas perspectivas de demanda interna débiles. En conjunto, de los indicadores recientes se desprende que el avance del PIB sigue siendo débil en el tercer trimestre, ya que se espera que la atonía de la demanda externa y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastren el crecimiento económico de la zona del euro.

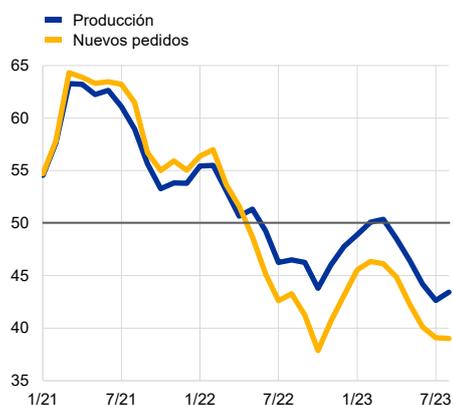
<sup>4</sup> Para un análisis de los efectos de la reapertura y la dispersión de la actividad económica entre países y sectores, véase el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?» en este Boletín Económico.

## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía

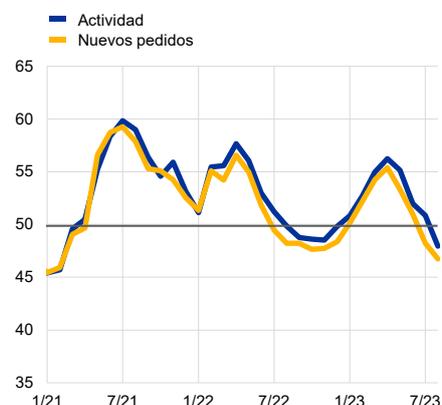
#### a) Manufacturas

(Índices de difusión)



#### b) Servicios

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

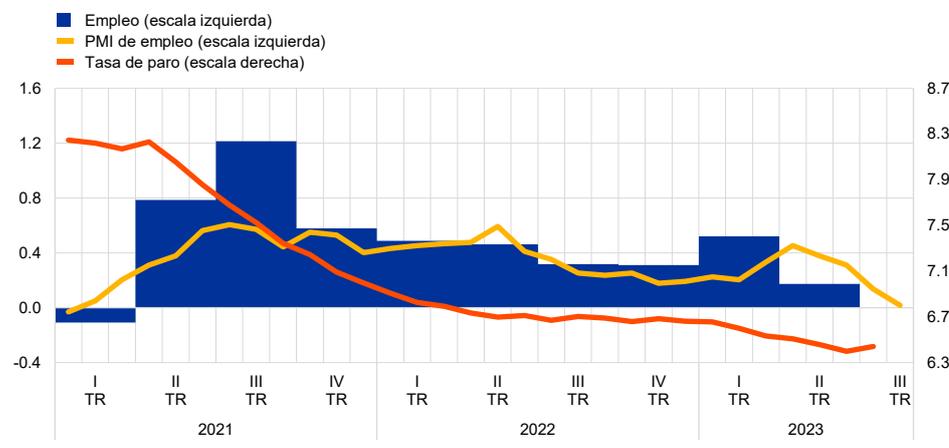
**El mercado de trabajo mantuvo su vigor en el segundo trimestre de 2023, pero el avance del empleo se ralentizó en un contexto de debilitamiento de la actividad económica.** El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,2 % en ese trimestre. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha crecido un 3,3 % y el número total de horas trabajadas un 1,9 % (gráfico 6). Esta evolución implica un descenso del 1,4 % de las horas medias trabajadas, que está relacionado con la persistente infrautilización del factor trabajo (la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo en un momento dado), así como con otros factores. Implícitamente se estima que la población activa se incrementó en unas 600.000 personas entre enero y julio, pero su crecimiento se ha ralentizado desde abril<sup>5</sup>. En julio, la tasa de paro fue del 6,4 %, prácticamente igual que en junio, y se mantiene en su nivel más bajo desde la creación del euro. La demanda de trabajo sigue siendo intensa, y la tasa de vacantes se mantiene básicamente estable, en el 3 %, 0,2 puntos porcentuales por debajo de su máximo desde el inicio de la serie.

<sup>5</sup> Para un análisis de la evolución reciente de la población activa y sus determinantes, véase el recuadro titulado «La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes» en este Boletín Económico.

## Gráfico 6

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para el empleo, a agosto de 2023 para el PMI de empleo y a julio de 2023 para la tasa de paro.

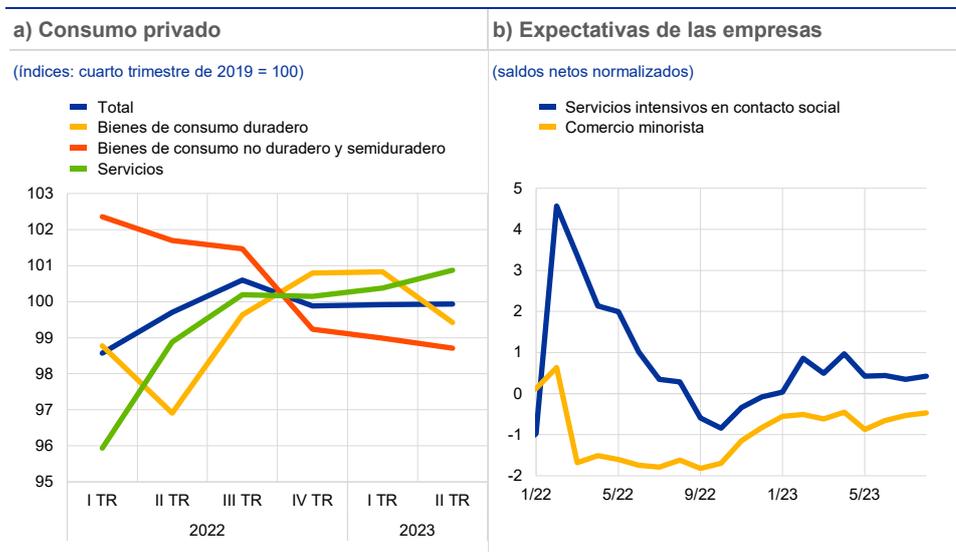
**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren una nueva ralentización del avance del empleo en el tercer trimestre de 2023.** El PMI mensual compuesto de empleo descendió desde un valor de 51,4 en julio hasta el 50,2 en agosto; un valor inferior al umbral de 50 indica una disminución del empleo. Este indicador ha retrocedido sustancialmente desde abril, mes en el que alcanzó un valor de 54,5. La caída reciente ha sido más acusada en los servicios —aunque el PMI permanece en terreno expansivo—, mientras que las manufacturas y la construcción se sitúan por debajo del umbral de 50. En el sector servicios, el retroceso fue mayor en los más vinculados con la actividad manufacturera, como el transporte y los servicios profesionales.

**El consumo privado se estancó en el segundo trimestre de 2023, dado que el persistente descenso del gasto en bienes contrarrestó la demanda de servicios, todavía positiva (panel a del gráfico 7).** En términos intertrimestrales, las ventas minoristas aumentaron solo un 0,1 % en el segundo trimestre de 2023 y se redujeron un 0,2 % en julio, mientras que las matriculaciones de automóviles descendieron un 0,5 % en dicho trimestre, pero repuntaron un 3,7 % en julio. A diferencia de la disminución del gasto en bienes, en particular en los de consumo duradero y en alimentos, el consumo de servicios por parte de los hogares se incrementó un 0,5 % en el segundo trimestre, ya que continuó beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Véase también el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?» en este Boletín Económico.

## Gráfico 7

### Indicadores del consumo privado real



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, los niveles de los componentes del consumo (concepto «interno») se ajustan para que se correspondan con el nivel del consumo privado total (concepto «nacional»). En el panel b, la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019, mientras que la situación esperada en la actividad del comercio minorista en los tres meses siguientes se normaliza para el período 1985-2019. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para el panel a y a agosto de 2023 para el panel b.

**Si bien las encuestas sugieren que persiste la debilidad del gasto en bienes, las expectativas de demanda de servicios intensivos en contacto social aún no se han ajustado a la baja.** El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió en agosto, interrumpiéndose así la recuperación iniciada a finales de 2022, y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Esto refleja el deterioro de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. Al mismo tiempo, los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores y las de actividad del comercio minorista se mantuvieron en niveles reducidos. En cambio, la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social no había experimentado aún ninguna corrección pronunciada a la baja desde mayo de 2023 y en agosto se mantenía por encima de su media histórica (panel b del gráfico 7). Del mismo modo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de julio mostró una caída de las expectativas de compra de electrodomésticos y otras grandes compras —lo que apunta a que persiste la debilidad del gasto en bienes de consumo duradero—, pero también que la demanda esperada de reservas de vacaciones sigue resistiendo. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real frene el endeudamiento de los hogares, siga incentivando con fuerza el ahorro y mantenga el avance del gasto en consumo en niveles reducidos a corto plazo.

**El crecimiento de la inversión empresarial se ralentizó de forma acusada en el segundo trimestre de 2023 y se espera una contracción en el tercero.** Si se excluyen los datos de los volátiles productos de propiedad intelectual (PPI) de Irlanda, la inversión, excluida la construcción, de la zona del euro experimentó una

desaceleración acusada en el segundo trimestre (hasta registrar una tasa intertrimestral del 0,4 %, frente al 1,2 % en el primer trimestre)<sup>7</sup>. La ralentización fue bastante generalizada en los distintos países, pero varió más en función de la clase de activos: la inversión en bienes de transporte repuntó, los PPI aumentaron a una tasa equivalente a su media de largo plazo y la inversión en maquinaria y equipo, excluido el transporte, disminuyó ligeramente (gráfico 8)<sup>8</sup>. El indicador PMI de producción de bienes de equipo se adentró considerablemente en terreno contractivo en agosto, habida cuenta de los continuos descensos de los nuevos pedidos y de los pendientes. La confianza sigue disminuyendo y la encuesta más reciente de la Comisión Europea muestra que una cuarta parte de las empresas dedicadas a la fabricación de bienes de equipo mencionan ahora la falta de demanda como factor limitador de la producción. Las perspectivas siguen sujetas a una elevada incertidumbre. Los *earnings calls* (presentaciones de resultados) de agosto sugieren que la confianza en los beneficios (que suele seguir razonablemente bien la evolución del excedente bruto de explotación de las empresas, aunque ambos indicadores van a la zaga de la dinámica más reciente) lleva recuperándose desde el pasado otoño, mientras que la necesidad de realizar inversiones verdes y digitales, impulsadas por los fondos NGEU, así como la elevada escasez de mano de obra en algunos sectores, ofrecen incentivos adicionales para invertir<sup>9</sup>. Con todo, siguen existiendo factores adversos considerables que afectan a la inversión en un contexto de desaceleración global y de empeoramiento de las condiciones de crédito<sup>10</sup>. Los *earnings calls* muestran que la percepción de los riesgos financieros se mantiene en un nivel sin precedentes, mientras que la encuesta *Global Business Outlook Survey* de S&P, que se lleva a cabo tres veces al año, sugiere un descenso de la inversión en los próximos doce meses, como reflejo del deterioro de las expectativas de actividad y rentabilidad en el futuro.

---

<sup>7</sup> La tasa general creció un 0,7 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, después de contraerse un 0,2 % en el primero, como consecuencia de la fuerte volatilidad intertrimestral observada en los datos relativos a los PPI de Irlanda. Para más información sobre el impacto a más largo plazo de la volatilidad observada en Irlanda, véase el recuadro titulado «[Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

<sup>8</sup> De los seis países de la zona del euro que registraron una aceleración en el segundo trimestre, solo Francia lo hizo sin que se tratara simplemente de una mejora con respecto a la contracción experimentada en el primer trimestre.

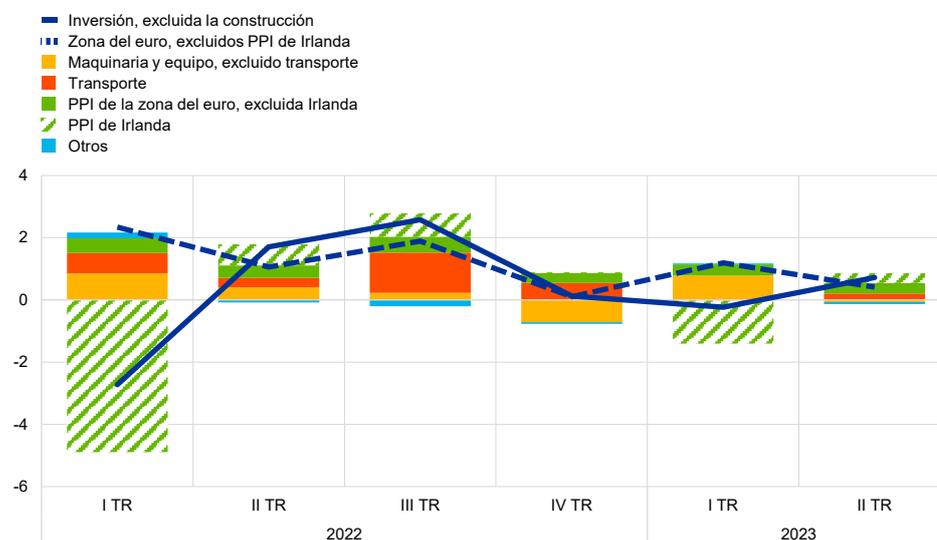
<sup>9</sup> Para información más detallada sobre la metodología de los datos de los *earnings calls*, véase el recuadro titulado «[Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023. Para conocer el impacto del cambio climático en la inversión, véase también el recuadro titulado «[El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE](#)» en este Boletín Económico.

<sup>10</sup> La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios (BLS, por sus siglas en inglés) de julio anticipaba nuevos descensos de la demanda de las empresas de préstamos a largo plazo para inversión en capital fijo en el tercer y cuarto trimestre de 2023, mientras que las proyecciones para la zona del euro más recientes anticipan efectos moderadores más pronunciados en la inversión empresarial causados por la subida de los tipos de interés y las restricciones asociadas en la oferta de crédito (véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 14 de septiembre de 2023).

## Gráfico 8

### Inversión, excluida la construcción, y contribuciones de clases de activos

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: PPI se refiere a los productos de propiedad intelectual (principalmente intangibles). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

### Después de registrar un descenso en el segundo trimestre de 2023, es probable que la inversión en vivienda siga contrayéndose a corto plazo.

En términos intertrimestrales, la inversión residencial se redujo un 1 % en el segundo trimestre de 2023, después de aumentar un 0,8 % en el primero. Los indicadores coyunturales apuntan a que continuará cayendo en los próximos trimestres. La producción del segmento de construcción de edificios se redujo significativamente en junio, lo que implica un efecto de arrastre negativo para el crecimiento en el tercer trimestre. Asimismo, en julio y agosto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la evolución de la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses cayó muy por debajo de su media del segundo trimestre, mientras que el PMI de producción de viviendas continuó disminuyendo por debajo del umbral de expansión hasta situarse en 35,7 en agosto, el nivel más bajo registrado hasta ahora en este año. Las débiles perspectivas de inversión en vivienda son acordes con la marcada tendencia a la baja de los visados de obra nueva residencial, que también se refleja cada vez más en la peor valoración de las carteras de pedidos por parte de las empresas en la encuesta de la Comisión Europea. El sentimiento con respecto a la vivienda, medido por la encuesta trimestral de la Comisión Europea de las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares, empeoró levemente en el tercer trimestre de 2023. La percepción negativa se debe, sobre todo, a la fuerte subida de los tipos de interés y a su impacto adverso en la accesibilidad a la vivienda, aunque se compensa, en cierto modo, con la bajada de los precios de la vivienda. Esta menor accesibilidad a la vivienda, junto con el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos para vivienda aplicados por las entidades de crédito, está afectando al dinamismo de la inversión residencial.

**El avance de las exportaciones siguió siendo tímido en el segundo trimestre, como reflejo de la debilidad de la demanda mundial, la anterior depreciación del euro y los elevados precios de la energía.** El crecimiento trimestral de las exportaciones reales fue negativo en el segundo trimestre, dado que la debilidad del comercio mundial frenó la demanda externa de bienes de la zona del euro. Además, la apreciación del euro, que comenzó en septiembre de 2022, ha reducido la competitividad de la zona del euro, y la subida de los precios de la energía en 2022 contribuyó a la debilidad de las exportaciones, sobre todo en los sectores intensivos en energía. Al mismo tiempo, la disminución de los pedidos pendientes observada durante los trimestres anteriores parece estar dejando de ser el principal factor impulsor de las exportaciones, puesto que las carteras de pedidos exteriores han retornado a los niveles previos a la pandemia. El crecimiento de las importaciones pasó a ser ligeramente positivo en el segundo trimestre, sobre todo como consecuencia del repunte experimentado tras un fuerte descenso en el primer trimestre. No obstante, en términos interanuales, las importaciones se redujeron en un contexto de atonía de la demanda interna. En conjunto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa en el segundo trimestre. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. La fortaleza relativa de las exportaciones de servicios observada hasta el momento parece estar desapareciendo, puesto que los exportadores de ese sector indicaron un deterioro de sus carteras de pedidos. Esta evolución parece reflejar una ralentización de la demanda embalsada de servicios tras la reapertura de los servicios intensivos en contacto social después de la pandemia, así como algunos efectos de contagio derivados de la debilidad de las manufacturas, sector en el que los exportadores mencionaron una caída adicional de los nuevos pedidos.

**Más allá del corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere, respaldada por el aumento de las rentas reales.** El ritmo de avance del PIB se aceleraría, favorecido por la disminución de las presiones inflacionistas y la fortaleza del crecimiento de las rentas del trabajo, lo que permitiría una recuperación de la renta real disponible y del consumo privado. Con todo, el impacto de estos factores positivos se vería contrarrestado por el efecto de la subida de los tipos de interés y del endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito que se está transmitiendo cada vez más a la economía real.

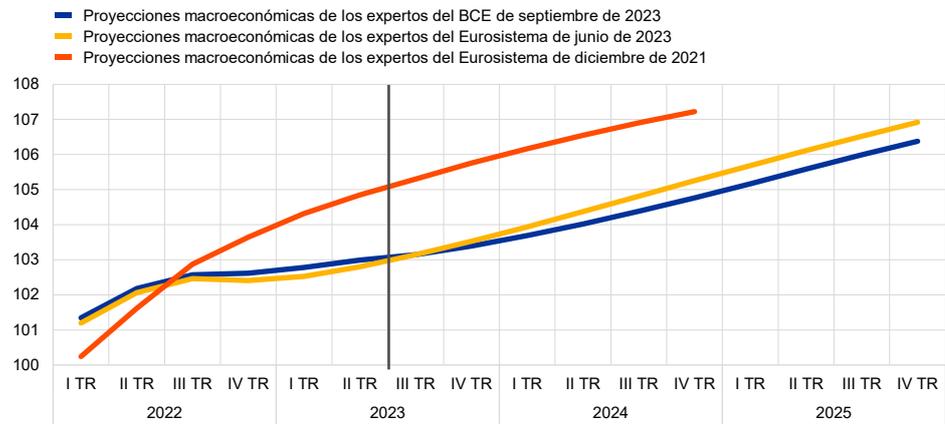
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 0,7 % en 2023 y después se recuperará hasta situarse en el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025 (gráfico 9).** En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025, debido a una rebaja significativa de las perspectivas a corto plazo como consecuencia del deterioro de los indicadores de opinión, del endurecimiento de las condiciones de financiación (incluidos efectos más adversos sobre la oferta de crédito) y del fortalecimiento del euro.

Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. El crecimiento podría moderarse si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado, o si la economía mundial se debilita debido, por ejemplo, a una ralentización más acusada en China. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de las rentas reales y el descenso de la incertidumbre hacen que los particulares y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

### Gráfico 9

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

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



Fuentes: Eurostat y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023. Nota: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección.

### 3 Precios y costes

*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 5,3 % en agosto de 2023, igual que en julio<sup>11</sup>. Esta tasa de inflación general, que se mantuvo inalterada en agosto, ocultó tasas más bajas para todos los componentes principales, excepto para la tasa de variación de los precios de la energía, que fue menos negativa que en el mes anterior. Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos. Unas condiciones meteorológicas adversas y una mayor propagación de la crisis climática podrían impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de lo esperado. Los indicadores de la inflación subyacente volvieron a descender, pero permanecieron niveles altos que reflejan, entre otros factores, intensas presiones salariales. Un aumento duradero de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE, o incrementos de los salarios o de los márgenes de beneficio mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, la inflación general continuará su tendencia descendente y se situará, en promedio, en el 5,6 % en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025.*

**Tras descender durante nueve meses consecutivos después del máximo registrado en octubre de 2022, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) no experimentó cambios en agosto de 2023 (gráfico 10).** La tasa de inflación general, que se mantuvo inalterada en el 5,3 %, fue resultado de una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa que compensó la caída de las de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. El aumento de la inflación de la energía hasta el -3,3 % en agosto, desde el -6,1 % de julio, se debió a un fuerte avance intermensual impulsado por el encarecimiento del petróleo y, en consecuencia, también de los combustibles. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió disminuyendo, desde el 10,8 % en julio hasta el 9,8 % en agosto, debido a las menores tasas de inflación de los alimentos no elaborados y de los elaborados. Con todo, la inflación de estos últimos continuó registrando tasas de dos dígitos (10,4 %) en agosto, ya que la reciente moderación de las presiones latentes aún no se ha trasladado a los precios minoristas. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se redujo desde el 5,5 % en julio hasta el 5,3 % en agosto, debido al leve retroceso de sus dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a caer hasta situarse en el 4,8 % en agosto, desde el 5 % observado en julio, como reflejo de relajación de las anteriores presiones inflacionistas latentes derivadas de los cuellos de botella en la oferta y los precios energéticos, así como del debilitamiento de la demanda. En general, la inflación de los servicios siguió siendo más persistente y se situó en el 5,4 % en junio, el 5,6 % en julio y el 5,5 % en agosto. Es probable que esta evolución se viera

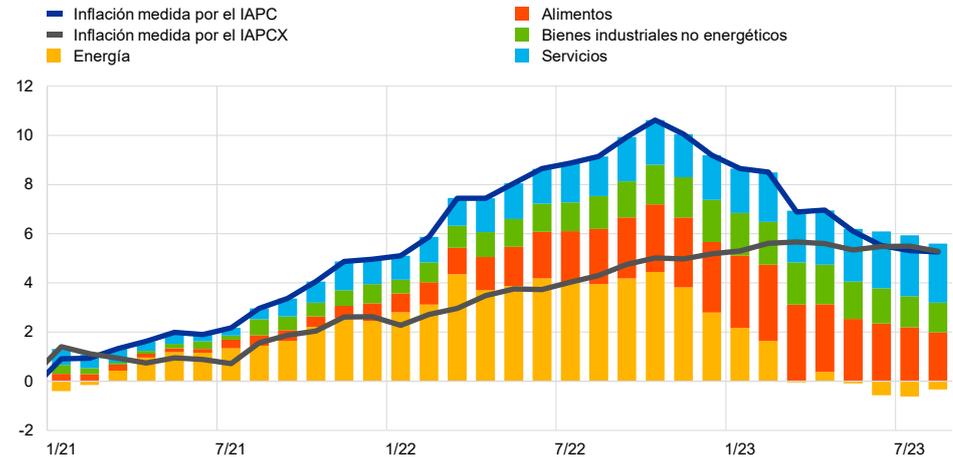
<sup>11</sup> En los datos definitivos de Eurostat, la tasa de inflación general correspondiente a agosto se revisó a la baja, hasta el 5,2 %, después de la fecha límite de recepción de los datos.

respaldada por los servicios relacionados con el turismo y los viajes y la hostelería, y por el elevado crecimiento de los salarios.

### Gráfico 10

#### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

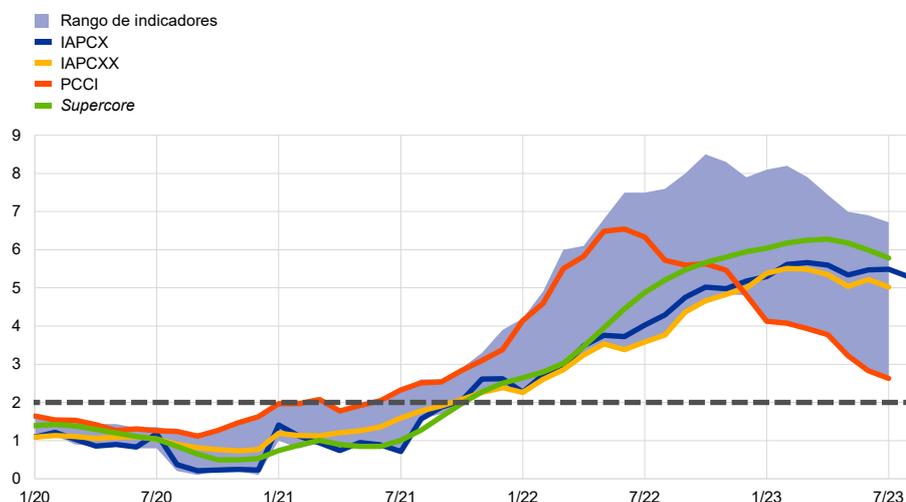
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023 (estimación de avance).

**Aunque, en general, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados, siguieron disminuyendo debido a la desaparición gradual del efecto de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las cadenas de suministro, así como a los desajustes entre la demanda y la oferta (gráfico 11).** Aunque ya se dispone de la tasa inflación medida por el IAPCX correspondiente a agosto, los últimos datos procedentes de otros indicadores de la inflación subyacente se refieren a julio. Las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los indicadores registraron un descenso en julio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se redujo desde el 6 % en junio hasta el 5,8 % en julio, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos cayó desde el 2,8 % hasta el 2,6 %. Pese a que la mayoría de los indicadores están disminuyendo, todavía existe mucha incertidumbre en torno a la dinámica de la inflación subyacente, como se desprende del amplio rango de valores de los indicadores y sus elevados niveles.

## Gráfico 11

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

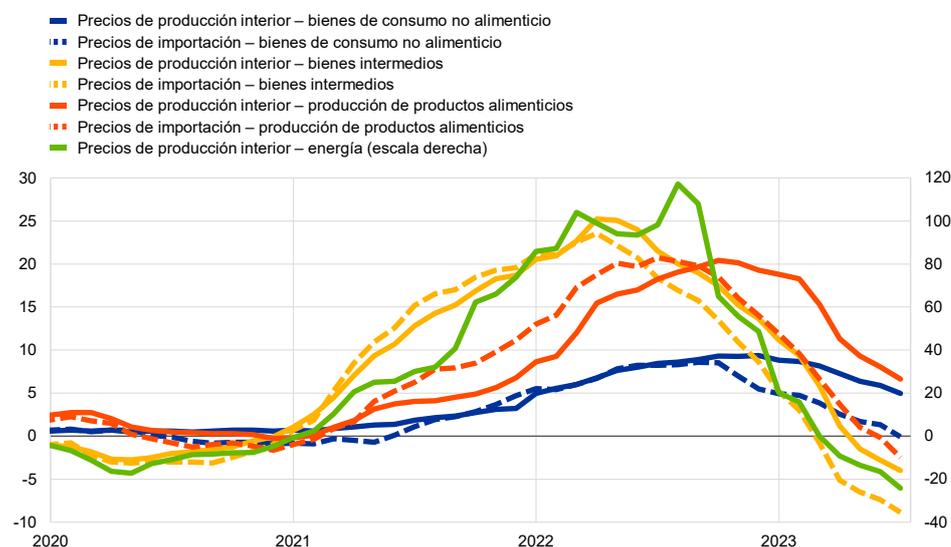
### Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones inflacionistas anteriores siguieron disipándose (gráfico 12).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas siguieron reduciéndose de forma considerable en julio. La tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes intermedios, que lleva en niveles negativos desde mayo, se redujo desde el  $-2,8$  % en junio hasta el  $-4$  % en julio, mientras que la de los precios de importación de estos bienes descendió hasta el  $-8,9$  %. La tasa de variación de los precios de producción de la energía, en terreno negativo desde abril, cayó sustancialmente y se situó en el  $-24,3$  % en julio, frente al  $-16,5$  % observado en junio, debido a la desaparición progresiva de los efectos de las anteriores perturbaciones de los precios de la energía. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, el crecimiento de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó hasta el  $5$  % en julio, lo que confirma la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas en los bienes de consumo. Lo mismo puede afirmarse de las presiones latentes en el segmento de bienes de consumo alimenticio, en el que la tasa de variación de los precios de producción interior de los productos alimenticios volvió a caer en julio, aunque se mantuvo en una cota elevada (el  $6,6$  %). La tasa de avance interanual de los precios de importación de estas categorías siguió descendiendo hasta situarse en niveles negativos en julio. Los movimientos del tipo de cambio del euro en los últimos meses continúan afectando a la magnitud y a las fluctuaciones de la dinámica de los precios de importación, y su reciente fortalecimiento ha contribuido a la relajación de las presiones inflacionistas.

## Gráfico 12

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

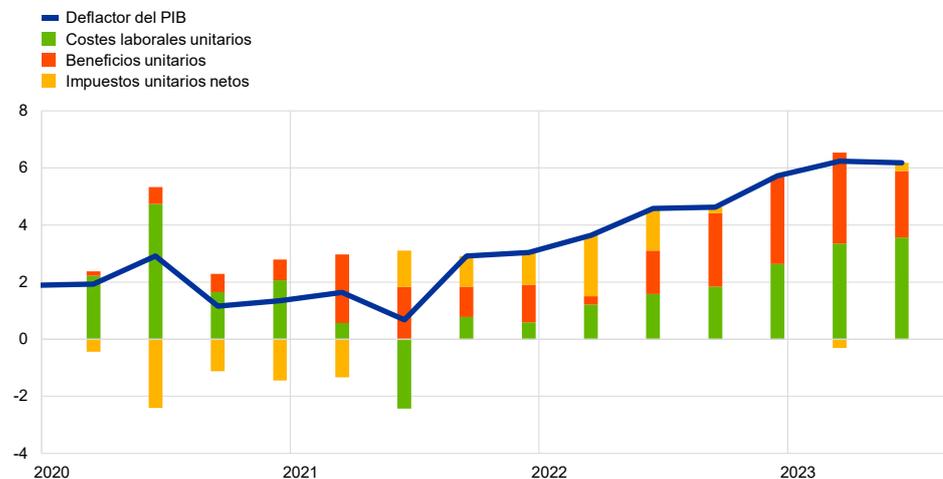
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el avance del deflactor del PIB, no variaron en el segundo trimestre de 2023, dado que la creciente contribución de los costes laborales se vio compensada por la menor aportación de los beneficios (gráfico 13).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se situó en el 6,2 % en el segundo trimestre, sin variación con respecto al trimestre anterior. La aportación de los beneficios unitarios al deflactor del PIB se redujo de 3,2 puntos porcentuales en el trimestre precedente a 2,3 puntos porcentuales, lo que compensó la mayor contribución de los costes laborales unitarios —que fue de 3,6 puntos porcentuales, frente a los 3,3 puntos porcentuales del trimestre anterior— y los impuestos unitarios (netos de subvenciones). El incremento de los costes laborales unitarios tuvo su origen en una tasa de crecimiento interanual más negativa de la productividad del trabajo, mientras que el ritmo de avance interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo sin cambios en el 5,5 %. Los salarios negociados crecieron a una tasa que prácticamente tampoco varió en el segundo trimestre de 2023 y se situó en el 4,3 %, frente al 4,4 % registrado en el trimestre precedente. La información de carácter prospectivo procedente de las negociaciones salariales concluidas recientemente no muestra aún señales claras de un punto de inflexión en el avance de los salarios.

### Gráfico 13

#### 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 2023. Tanto la remuneración por asalariado como la productividad del trabajo contribuyen a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios.

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación ajustados por las primas de riesgo permanecieron en torno al 2 %.** Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2023 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*), la mediana de las expectativas a largo plazo se situaba en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) aumentaron en los distintos plazos a lo largo del período de referencia, dado que el encarecimiento de la energía y la persistencia de la inflación subyacente llevaron a los participantes en los mercados a revisar al alza sus perspectivas de inflación (gráfico 14). Sin embargo, estos factores, se vieron parcialmente contrarrestados por unas perspectivas de crecimiento peores de lo esperado para la zona del euro en la última parte del período considerado. En conjunto, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año ascendió unos 20 puntos básicos y se situó en el 2,6 %. En los plazos más largos, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años se incrementó 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,6 %, ligeramente por debajo del máximo de varios años registrado a principios de agosto. Pese a seguir un patrón similar al de las tasas de inflación implícitas equivalentes de Estados Unidos, los tipos *swap* de inflación a largo plazo de la zona del euro se mantienen en niveles elevados en términos históricos. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Las estimaciones basadas en modelos indican que las primas de riesgo de inflación son el origen de una parte significativa del aumento de los precios de mercado de la compensación por inflación en los plazos más cortos y la mayor parte del incremento en los plazos más largos. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de

julio de 2023 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 3,4 %, mientras que la tasa esperada a tres años vista aumentó desde el 2,3 % hasta el 2,4 %. Aunque los indicadores de la incertidumbre en torno a la inflación de esta encuesta han descendido ligeramente con respecto a sus niveles máximos, permanecen en cotas relativamente elevadas.

### Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años (5a5a) para Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

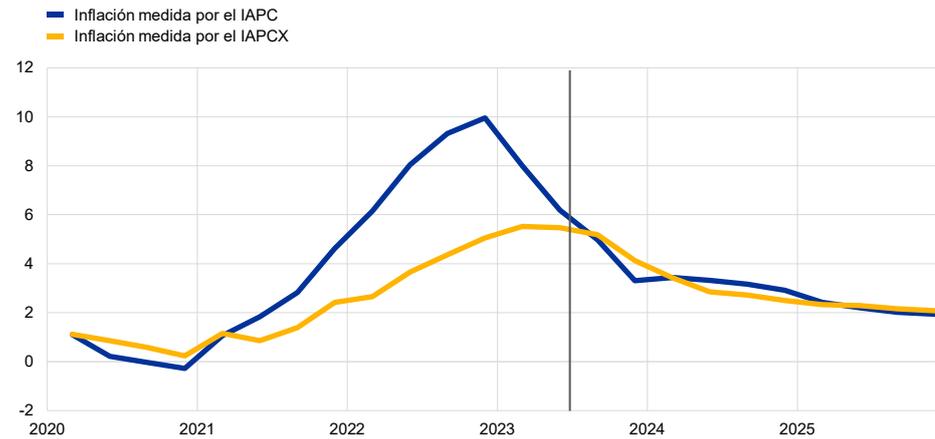
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2023, la inflación general continuará su senda descendente y se situará, en promedio, en el 5,6 %, en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025 (gráfico 15).** Esta senda desinflacionista hacia el objetivo del 2 % refleja la desaparición progresiva de los efectos de anteriores perturbaciones energéticas y de otras presiones latentes, así como que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas. El perfil también se ha visto afectado inicialmente por fuertes efectos de base a la baja relacionados con la inflación de la energía y de los alimentos. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los salarios se reducirá de forma gradual a partir de mediados de 2023, pero se mantendrá en niveles elevados durante el horizonte de proyección y pasará a ser el principal determinante de la inflación medida por el IAPCX. Este crecimiento obedece a la subida de los salarios mínimos y a la compensación por la inflación, en un contexto de mercados de trabajo tensionados, aunque en proceso de enfriamiento. Se espera que los márgenes empresariales, que aumentaron sustancialmente el año pasado, amortigüen la transmisión de los costes laborales a los precios finales a medio plazo. Asimismo, una política monetaria más restrictiva debería frenar cada vez más la inflación subyacente. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, la inflación general se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2023 y 2024 como reflejo de una senda más elevada de los precios de la energía, y se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales

para 2025 debido a los efectos moderadores de la apreciación del euro, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el debilitamiento de las condiciones cíclicas.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual)



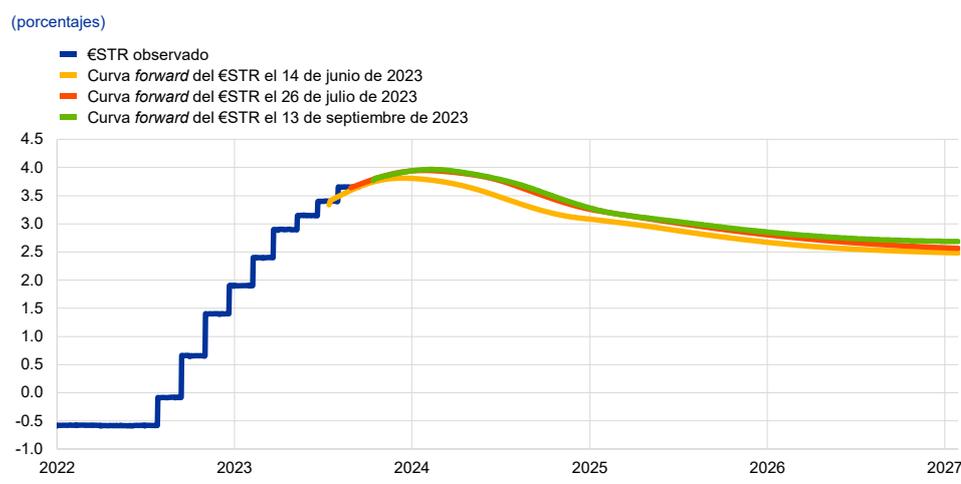
Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023](#).  
Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2025 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023 se finalizaron a finales de agosto y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 22 de agosto de 2023. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

*Los mercados financieros de la zona del euro finalizaron el período de referencia (del 15 de junio al 13 de septiembre de 2023) con pocas variaciones en general, habiendo registrado ciertas fluctuaciones durante el período. Los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se incrementaron conforme las expectativas de endurecimiento de la política monetaria se afianzaron en un contexto de algunas presiones al alza sobre las perspectivas de inflación. Estas expectativas relativas a los tipos de interés oficiales se vieron atemperadas por la mayor debilidad de los datos de la zona del euro sobre la economía real y por cierta moderación del ritmo de crecimiento económico mundial. En consecuencia, al final del período analizado, la curva forward del tipo a corto plazo del euro (€STR) alcanzó un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, descontando así un endurecimiento adicional moderado de la política monetaria. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro aumentaron en paralelo a los indicadores de mercado de la compensación por inflación, aunque en menor medida que ellos, ya que la preocupación por el crecimiento afectó a los rendimientos de la deuda pública. En general, los diferenciales de la deuda soberana mostraron capacidad de resistencia ante las sorpresas macroeconómicas negativas. Por otra parte, las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP), que finalizaron en julio de 2023 según lo anunciado, se han ido absorbiendo con fluidez. Los diferenciales de los bonos emitidos por sociedades no financieras en el segmento de alta rentabilidad se ampliaron levemente, una evolución acorde con la elevada exposición de estos emisores al ciclo económico. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron, dado que las perspectivas de peores beneficios provocaron un descenso de las valoraciones bursátiles de las sociedades no financieras, pese a la recuperación de las cotizaciones del sector bancario. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció.*

**Al final del período de referencia, el pico de la curva forward del €STR, situado en un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, se encontraba ligeramente por encima del nivel observado al inicio del período, a mediados de junio (gráfico 16).** El €STR —tipo de interés de referencia— se situó, en promedio, en el 3,5 % durante el período considerado y siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno había incrementado en 25 puntos básicos (del 3,25 % al 3,5 %) en su reunión de política monetaria del 15 de junio de 2023 y en otros 25 puntos básicos (del 3,5 % al 3,75 %) en su reunión del 27 de julio. El exceso de liquidez se redujo en unos 463 mm de euros hasta situarse en 3.681 mm de euros, principalmente como consecuencia de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). Los tipos a corto y a medio plazo de la curva forward del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR, aumentaron tras la reunión de junio, ya que los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales. Posteriormente, los tipos forward se redujeron ligeramente debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas en la zona del euro y a nivel mundial, pero volvieron a elevarse hacia el final del período de referencia al afianzarse más las expectativas de endurecimiento de la política monetaria. La decisión del Consejo de Gobierno de

julio de subir los tipos de interés oficiales y de fijar en el 0 % la remuneración de las reservas mínimas no afectó de forma significativa a los tipos *forward*. Al final del período analizado, el pico de la curva *forward*, situado en un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, se registró algo más tarde de lo que se desprendía de los tipos *forward* a mediados de junio. Las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales inferidas de la curva *forward* están básicamente en línea con las obtenidas de encuestas.

**Gráfico 16**  
Tipos *forward* del €STR



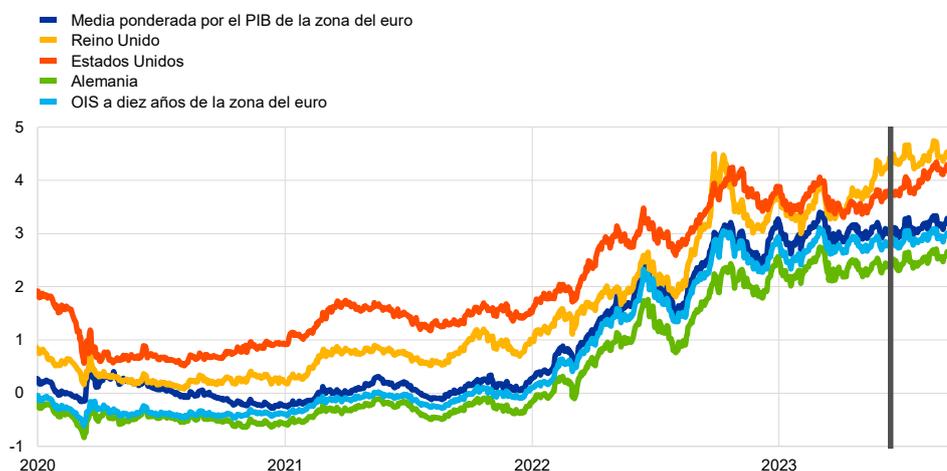
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente y solo reprodujeron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos (gráfico 17).** Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro registraron un alza moderada, y el tipo OIS a diez años de la zona del euro se elevó 14 puntos básicos hasta situarse en torno al 3 % durante el período analizado. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB experimentó una subida similar y se situó en el 3,3 %. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro siguieron la evolución de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, que se incrementaron como consecuencia, en gran parte, de las mayores primas de riesgo de inflación (véase sección 3). El avance de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos fue superior al observado en la zona del euro, debido a unas perspectivas macroeconómicas más favorables. Esta diferencia en las perspectivas afectó a los tipos de interés a largo plazo de la zona, sobre todo durante la última parte del período de referencia, ya que las sorpresas macroeconómicas negativas provocaron una reversión parcial de las anteriores subidas. La inversión de la curva de tipos libres de riesgo disminuyó levemente durante el período considerado, pero continúa en niveles históricamente elevados.

### Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

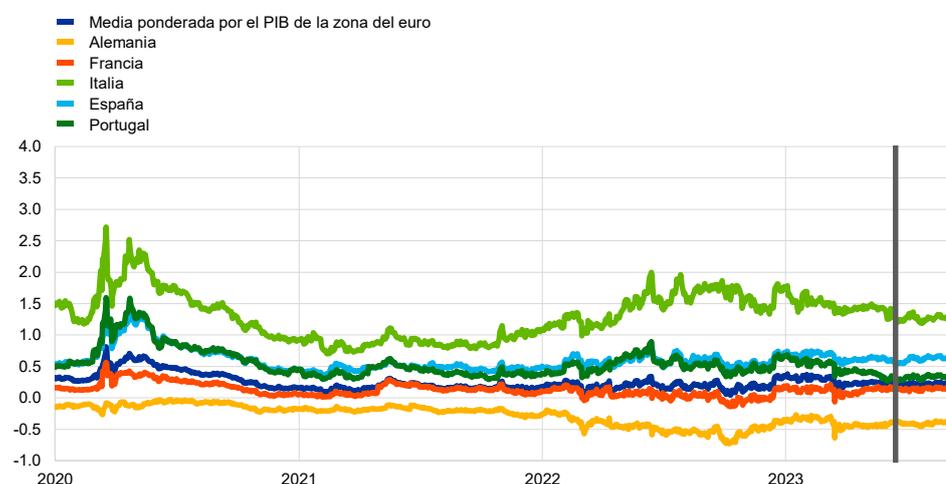
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro solo registraron un ligero aumento, pese al debilitamiento de las perspectivas económicas y la finalización de las reinversiones en el marco del APP (gráfico 18).** El diferencial de rendimiento medio de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS basado en el €STR aumentó 6 puntos básicos durante el período de referencia y se situó en un nivel solo moderadamente superior al observado antes de que el BCE comenzara a normalizar la política monetaria. Los diferenciales de la deuda soberana de las distintas jurisdicciones se ampliaron de forma desigual, y los correspondientes a Italia y España registraron los mayores incrementos, de 20 y 15 puntos básicos respectivamente. Los mercados de deuda soberana mostraron capacidad de resistencia no solo ante el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, sino también ante la menor presencia del Eurosistema en el mercado. La ausencia de presiones alcistas significativas sobre los diferenciales, pese a la finalización de las reinversiones en el contexto del APP en julio y los niveles mínimos de liquidez que suelen observarse en el verano, sugiere que los inversores privados continúan absorbiendo sin grandes dificultades los bonos que ya no adquiere el Eurosistema.

### Gráfico 18

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

**Los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras (SNF) se ampliaron ligeramente en un contexto de empeoramiento de la economía de la zona del euro.** Los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF se incrementaron 5 puntos básicos en el segmento de alta rentabilidad. En cambio, los de los bonos emitidos por las entidades financieras se estrecharon. Esta divergencia obedece a que el impacto del deterioro de las perspectivas económicas ha sido más intenso para las SNF de mayor riesgo que para las entidades financieras, ya que estas últimas siguen beneficiándose de las subidas de los tipos de interés. Las emisiones brutas de bonos por parte de SNF de alta rentabilidad continuaron siendo reducidas, mientras que las realizadas por SNF con calificación de grado de inversión mantuvieron un ritmo similar al de años anteriores, reflejo de la evolución de los diferenciales de los bonos en todo el abanico de calificaciones.

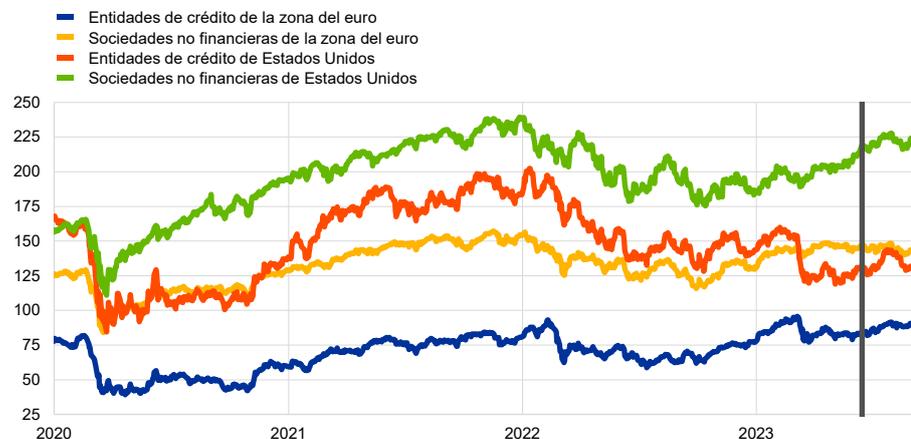
**Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron durante el período de referencia, ya que las perspectivas de peores beneficios provocaron una caída de las valoraciones bursátiles de las SNF (gráfico 19).**

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron un 2,9 % durante el período analizado, mientras que los de Estados Unidos se incrementaron un 1,1 %. El peor comportamiento observado en la zona del euro obedece a caídas de las cotizaciones de las SNF atribuibles a las sorpresas negativas sobre resultados y a revisiones a la baja de las expectativas de beneficios. En el sector no financiero, los mayores descensos de los precios de las acciones se registraron en los sectores de consumo discrecional, industrial y tecnológico, que se vieron muy influenciados por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas en la zona del euro y a nivel mundial. En cambio, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro aumentaron un 3,9 %, superando a las del sector bancario estadounidense.

## Gráfico 19

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

(Índice: 1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

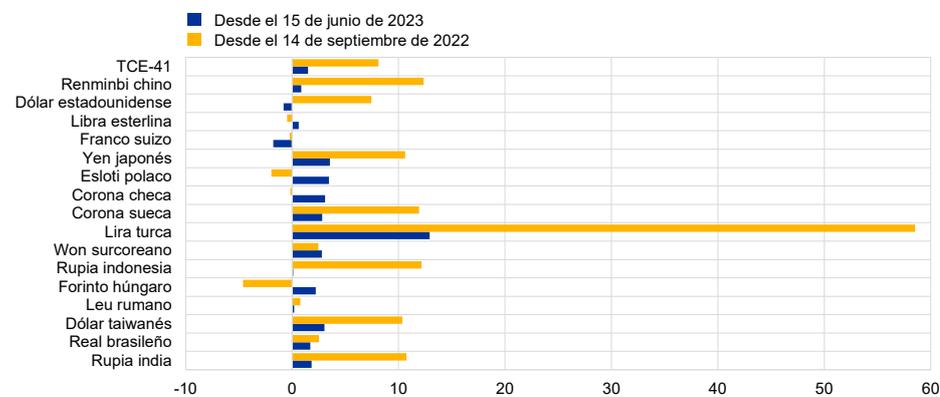
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció, pese a experimentar una leve depreciación frente al dólar estadounidense (gráfico 20).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció ligeramente (1,5 %).

En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro experimentó una leve depreciación frente al dólar estadounidense (-0,8 %), ya que las noticias económicas recientes han sido más positivas en Estados Unidos que en la zona del euro. Por tanto, la apreciación del euro en términos efectivos nominales se vio respaldada por un fortalecimiento frente a la mayoría de las demás monedas. La moneda única se apreció frente al yen japonés (3,5 %) y frente al renminbi chino (0,8 %) en un contexto de intervenciones de las autoridades chinas para contrarrestar las presiones a la baja sobre su divisa ligadas al deterioro de las perspectivas de crecimiento. El euro también se fortaleció frente a la lira turca (12,9 %) durante el período considerado, pero en las últimas semanas se ha estabilizado en un entorno de subidas de los tipos de interés por parte del banco central de la República de Turquía.

## Gráfico 20

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*El endurecimiento de la política monetaria del BCE ha continuado transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito siguieron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos y de la reducción en curso del exceso de liquidez. En julio de 2023, los tipos de interés de los préstamos bancarios también se elevaron de nuevo y alcanzaron los niveles más altos observados desde 2008 en el caso de las empresas y desde 2012 en el de los hogares. En el período comprendido entre el 15 de junio y el 13 de septiembre de 2023, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y, sobre todo, mediante acciones se incrementó. La debilidad del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares prosiguió en julio, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos a causa de los recortes en los planes de gasto y del mayor endurecimiento de los criterios de aprobación, así como de solidez de los beneficios no distribuidos. En julio, los agregados monetarios se contraían al ritmo interanual más rápido del que se tiene constancia, debido al débil crecimiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a elevarse en julio de 2023, alcanzando su nivel más alto en más de diez años (panel a del gráfico 21). Este ascenso es reflejo, principalmente, de los mayores tipos de los depósitos, dado que la rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo estable en general, moviéndose en línea con los tipos de interés libres de riesgo a plazos más largos (panel b del gráfico 21)<sup>12</sup>. Los tipos de interés de los depósitos continuaron incrementándose de manera sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores (es decir, fueron más elevados para los depósitos de las empresas que para los de los hogares). Los depositantes han reaccionado a la ampliación del diferencial de tipos entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo desplazando sus tenencias de los primeros a los segundos y a otros instrumentos con una remuneración más alta. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de los depósitos ha variado significativamente de unas entidades a otras, lo que, a su vez, se ha visto acompañado de una redistribución de los depósitos entre bancos. Los ahorradores han movido los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a otras que han elevado la remuneración de estos productos a un ritmo más rápido. Las emisiones de bonos bancarios que se remuneran por encima de los tipos de los depósitos y de los tipos de interés oficiales del BCE han aumentado desde septiembre de 2022, en un contexto de retirada gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y de disminución de los depósitos a la vista. El proceso de eliminación

<sup>12</sup> Si el aumento del coste de la financiación interbancaria se hubiera incluido también en el cálculo de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, los costes de financiación en su conjunto se hubieran incrementado de forma aún más acusada desde que comenzó el ciclo de subidas de tipos, aunque partiendo de un nivel más bajo.

progresiva de las TLTRO, que también contribuyó a reducir el exceso de liquidez en un entorno en el que todavía era abundante, ha llevado a los bancos a recurrir en mayor medida a valores representativos de deuda y a instrumentos del mercado monetario, así como a competir más activamente por los depósitos.

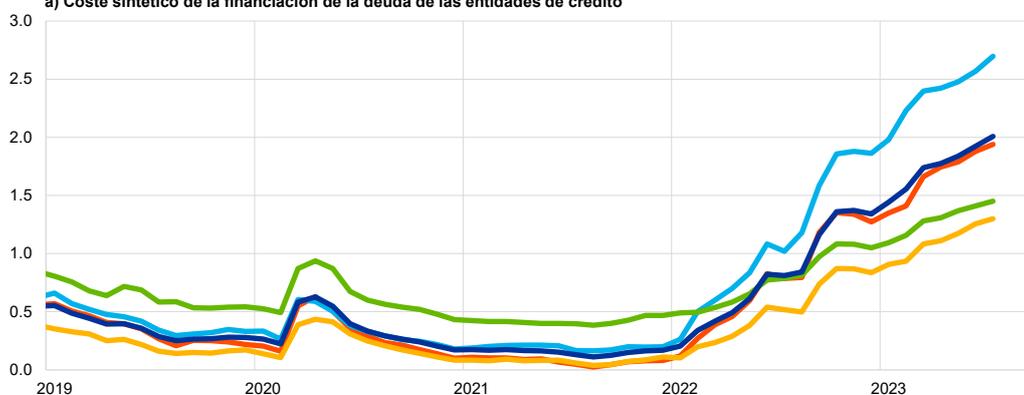
### Gráfico 21

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

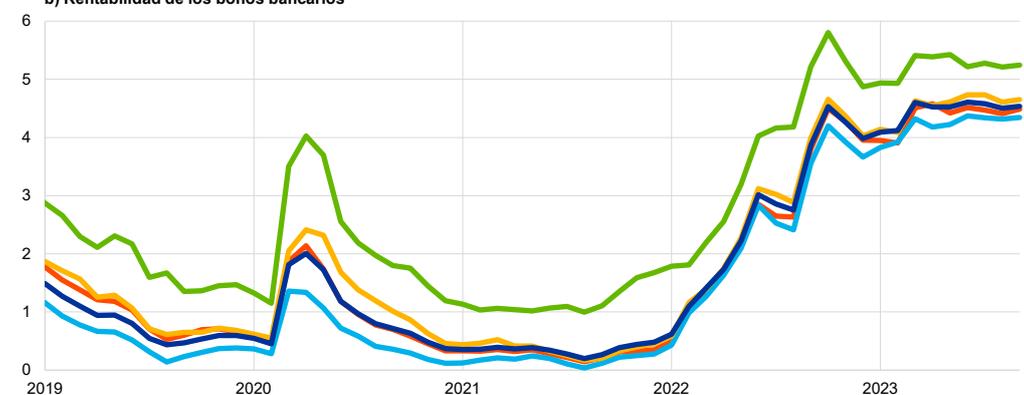
(porcentajes)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

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

**Los balances de las entidades de crédito han sido sólidos en general, pese a deterioro del entorno económico.** En los primeros meses de 2023, las entidades de la zona del euro continuaron aumentando su capitalización, pese a los mayores compromisos de *payout* (véase recuadro 7), y la última prueba de resistencia ha confirmado su capacidad para hacer frente a perturbaciones económicas y financieras en un escenario adverso. Un sistema bancario bien capitalizado es fundamental para asegurar la provisión sostenible de crédito a la economía real en

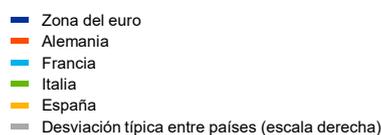
condiciones adecuadas. A pesar del incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los menores volúmenes de crédito, la rentabilidad bancaria se benefició de los mayores márgenes de intermediación a principios de 2023. En paralelo, las ratios de préstamos dudosos se elevaron ligeramente en un entorno de debilitamiento de las perspectivas económicas, mientras que los gastos por provisiones se mantuvieron contenidos.

**Los tipos de interés de los préstamos han aumentado con mayor rapidez que en ciclos de alzas anteriores, lo que refleja, principalmente, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos oficiales.** Los tipos de interés oficiales del BCE se han incrementado sustancialmente en un breve período (concretamente 425 puntos básicos en total entre julio de 2022 y el 13 septiembre de 2023). Estas subidas se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un ascenso de los tipos de interés aplicados a los préstamos y un endurecimiento acusado de los criterios de aprobación. El aumento de los tipos de interés de los préstamos es mayor para las empresas que para los hogares, tanto en los distintos países (gráfico 22) como en lo referente a los períodos de fijación de los tipos. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) se elevaron hasta el 4,93 % en julio (su nivel más alto desde finales de 2008), comparado con el 4,78 % de junio de 2023 y el 1,83 % de junio de 2022, antes de que el BCE comenzara a subir sus tipos de interés oficiales. El incremento de los tipos aplicados a los préstamos fue generalizado, registrándose las mayores alzas en los préstamos a más de un año de fijación del tipo de interés, con cierta heterogeneidad entre países. El diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se amplió ligeramente en julio (hasta los 48 puntos básicos), aunque, en términos históricos, se mantuvo estable en niveles reducidos y con cierta disparidad de un país a otro. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también se incrementaron en julio y se situaron en el 3,75 % —el nivel más alto desde enero de 2012—, comparado con el 1,97 % de junio de 2022 y el 3,70 % de junio de 2023. El aumento de julio se debió al alza de los tipos de interés de las hipotecas a tipo fijo y, especialmente, de las de tipo variable, con cierta heterogeneidad entre países. Los resultados de la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) de julio de 2023 llevada a cabo por el BCE sugieren que los consumidores esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran algo por encima de los niveles actuales en los doce meses siguientes, posiblemente debido a que el ciclo de endurecimiento se encuentra en una fase avanzada. Un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para adquisición de vivienda en ese mismo período.

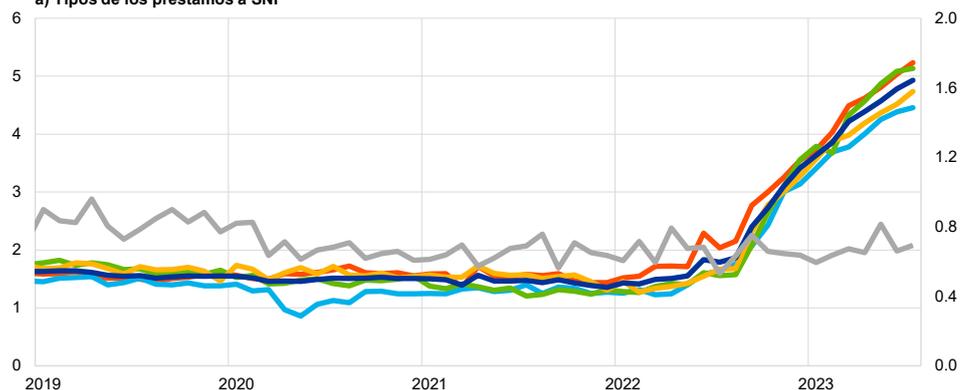
## Gráfico 22

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

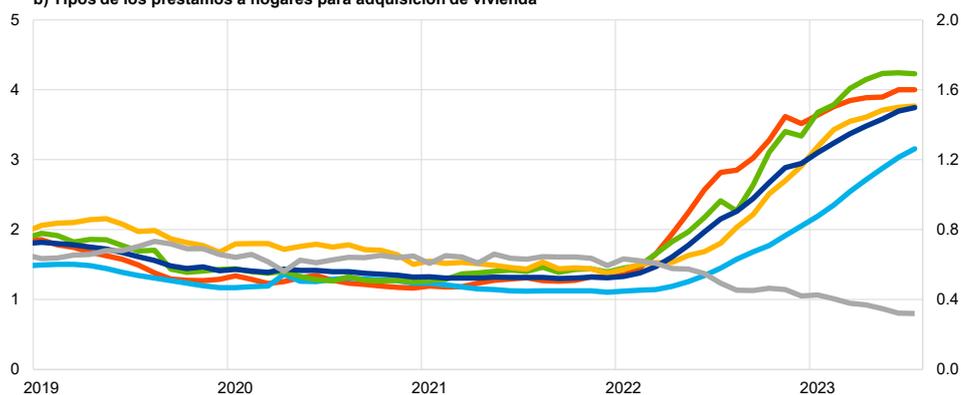
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuente: BCE.

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

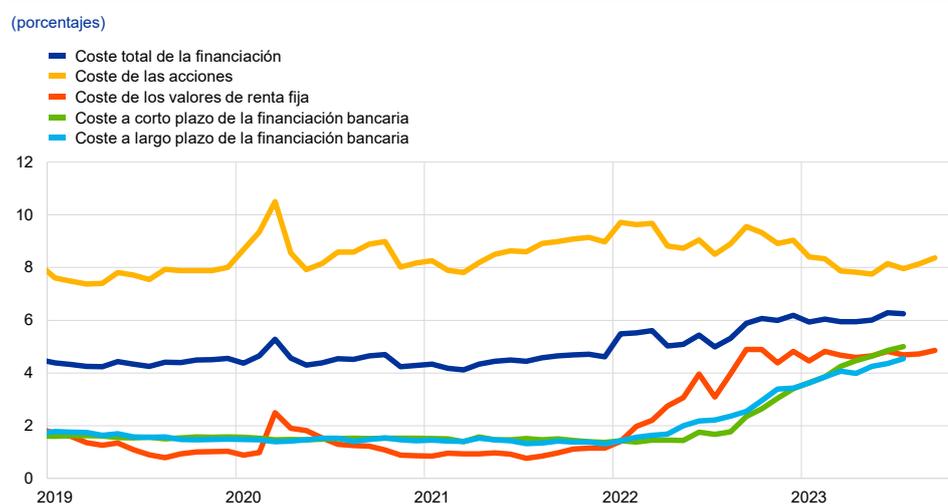
**En el período comprendido entre el 15 de junio y el 13 de septiembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y, sobre todo, mediante acciones se incrementó.** En julio de 2023, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— se situó en el 6,2 %, es decir, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior (gráfico 23)<sup>13</sup>. Esta evolución se debió a que el aumento del coste de la financiación bancaria, tanto a corto como a largo plazo, se compensó con un descenso del coste de las acciones y de los valores de renta fija en el período comprendido entre finales de junio y finales de julio. En consecuencia, en el mes de julio, el coste total de la financiación se

<sup>13</sup> Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta julio de 2023.

mantuvo próximo a los elevados niveles alcanzados en septiembre de 2022 y observados anteriormente a finales de 2011<sup>14</sup>. En el período analizado (hasta el 13 de septiembre de 2023), tanto el coste de los valores de renta fija como el de las acciones se incrementaron. El alza del coste de los primeros fue resultado de los mayores tipos de interés libres de riesgo y de una ligera ampliación de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras en el segmento de alta rentabilidad (véase sección 4). El aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años), combinado con el incremento de la prima de riesgo de las acciones, se tradujo en un ascenso sustancial del coste de estos valores durante el período considerado.

### Gráfico 23

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



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

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

**El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió siendo débil en julio, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó hasta el 2,2 % en julio, frente al 3 % registrado en junio, y siguió estando apoyada por efectos de base (panel a del gráfico 24). La desaceleración se registró en las mayores economías de la zona del euro, con una cierta heterogeneidad entre países, y reflejó la fuerte contracción de la demanda de crédito, debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a los recortes asociados en los planes de gasto, así como al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. Los flujos mensuales de préstamos a SNF se han situado próximos a cero desde noviembre de 2022 y los de crédito a hogares, en terreno negativo desde mayo de 2023. La tasa de crecimiento

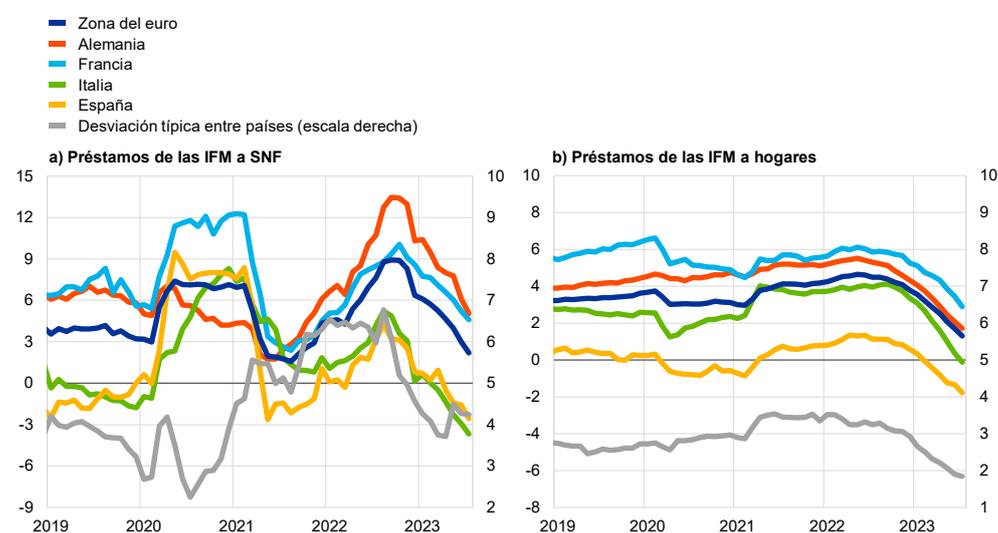
<sup>14</sup> Véanse en el recuadro 5 de este Boletín Económico las implicaciones del coste de financiación para las inversiones de las empresas de la zona del euro destinadas a mitigar los riesgos asociados a fenómenos naturales o a cumplir unos estándares climáticos más estrictos.

interanual de los préstamos a hogares disminuyó desde el 1,7 % observado en junio hasta el 1,3 % en julio (panel b del gráfico 24), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. Esta disminución fue atribuible a todos los componentes, a saber, los préstamos para adquisición de vivienda, los préstamos para consumo y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica). Los flujos netos mensuales de crédito a hogares fueron negativos por tercer mes consecutivo y, debido a ello, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada también descendió y se situó en el -0,8 % (el nivel más bajo desde que se creó la zona del euro).

## Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

**El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro volvió a disminuir en el segundo trimestre de 2023 y prácticamente se detuvo en julio, debido, entre otros factores, a las menores necesidades de financiación de las SNF.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del 1,8 % en abril de 2023 al 0,3 % en julio (gráfico 25).

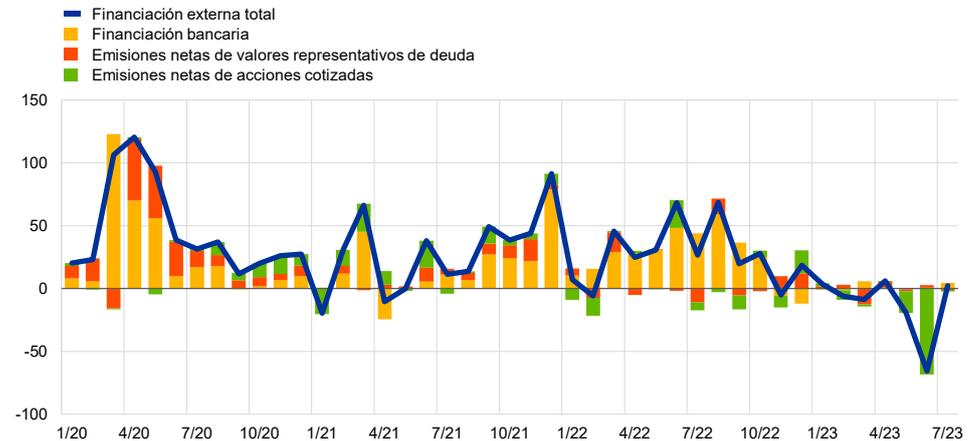
Durante ese período, los flujos de préstamos se situaron próximos a cero, reflejo de las menores necesidades de financiación de las empresas debido a la pérdida de impulso de la actividad económica, la solidez de los beneficios no distribuidos, las subidas continuadas de los tipos de interés de los préstamos y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario. Las emisiones netas de valores representativos de deuda se estancaron también como consecuencia de unas emisiones brutas sostenidas y de amortizaciones de importe similar. Las emisiones netas de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo y pasaron a terreno negativo en mayo y en junio a causa de factores puntuales (por ejemplo, una multinacional compró acciones y otra gran empresa fue nacionalizada). Con

carácter más general, la actividad en términos de ofertas públicas de acciones y de fusiones y adquisiciones ha sido reducida desde 2022.

### Gráfico 25

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta de las sociedades no financieras (SNF) es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las instituciones financieras monetarias —IFM—), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

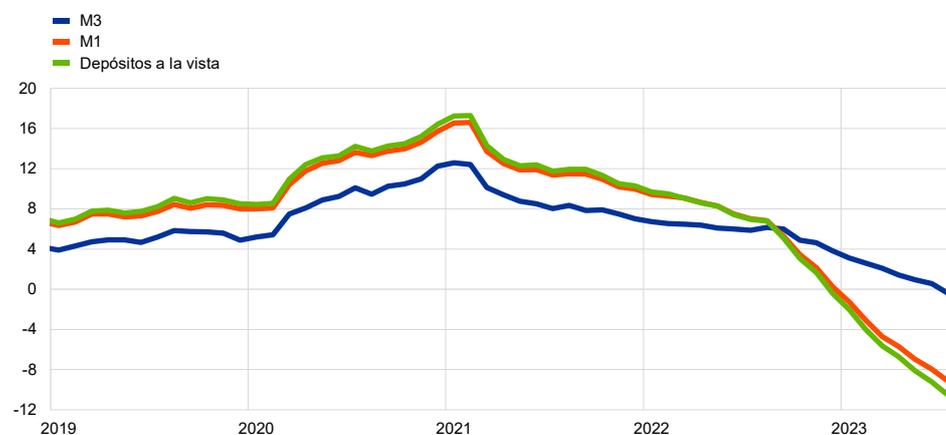
#### Los depósitos a la vista se contrajeron nuevamente en julio, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con una remuneración más alta.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó un 9,2 % en junio y volvió a disminuir en julio, hasta situarse en el -10,5 %, la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 (gráfico 26). Si bien los tipos de interés están subiendo, el diferencial de tipos entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo ha seguido ampliándose, elevando el coste de oportunidad de mantener activos líquidos e impulsando el desplazamiento de fondos de los primeros a los segundos. Esta evolución refleja el hecho de que los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Este amplio diferencial incentiva fuertemente a los hogares y a las empresas a cambiar sus depósitos a la vista y con preaviso por depósitos a plazo. El ritmo más acelerado de endurecimiento de la política monetaria del BCE en comparación con ciclos de endurecimiento previos explica los extraordinarios volúmenes de fondos que se desplazan.

## Gráfico 26

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

#### **En julio de 2023, los agregados monetarios se contraían al ritmo interanual más rápido del que se tiene constancia, como consecuencia del débil crecimiento del crédito y de la reducción del balance del Eurosistema.**

El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) de la zona del euro, tras registrar una caída del 8 % en junio, volvió a disminuir un 9,2 % en julio, la mayor reducción, con diferencia, de toda su historia. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro pasó a terreno negativo por primera vez desde febrero de 2010, al descender desde el 0,6 % en junio hasta el -0,4 % en julio (gráfico 26), la tasa más baja desde el inicio de la UEM. Esta acusada contracción de la tasa de avance interanual de M3 fue resultado de un gran flujo de salida mensual y de efectos de base. La persistencia de los flujos de salida mensuales reflejó varios factores. En primer lugar, la contribución a la dinámica monetaria de los préstamos a hogares y a empresas se ha reducido a cero en los últimos meses. En segundo lugar, la finalización en julio de 2023 de las reinversiones del principal de los valores que iban venciendo adquiridos en el marco del programa de compras de activos ha dado lugar a una reducción de la cartera de activos del Eurosistema, lo que ha absorbido liquidez del sistema financiero. Además, en lo que respecta a la financiación de las entidades de crédito, la sustitución de los depósitos por bonos a largo plazo ha contribuido a mantener el crecimiento de M3 en terreno negativo. Sin embargo, hasta el momento, los flujos monetarios procedentes del resto de mundo han amortiguado en cierta medida el impacto negativo de los otros componentes. Estos flujos reflejan la preferencia de los inversores extranjeros por los valores de la zona del euro debido a sus rendimientos relativamente atractivos y a la actual resiliencia de los niveles de confianza. Sin este estímulo procedente de los inversores extranjeros, el crecimiento monetario de la zona del euro hubiera sido aún más negativo.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

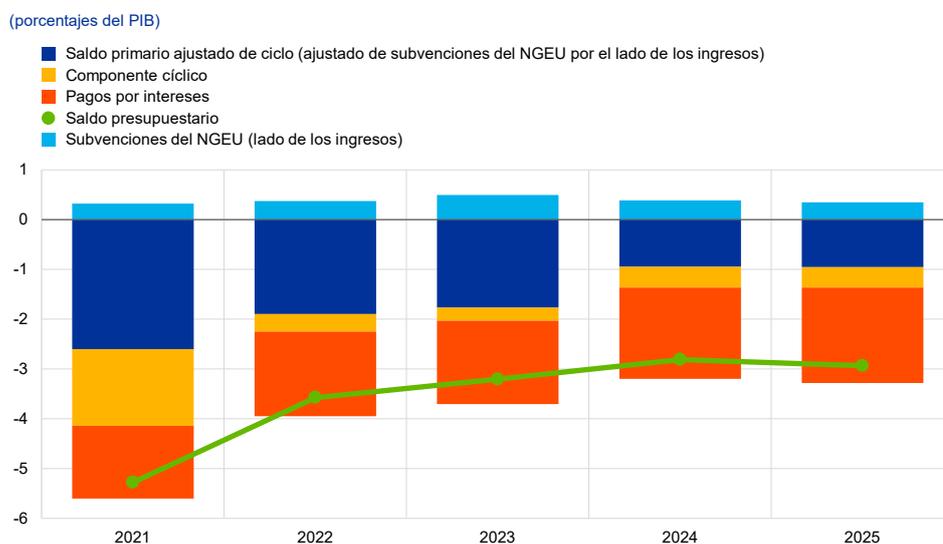
*Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2023 y 2024, pero registrará un ligero deterioro en 2025. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral en 2023, que se endurezca de forma significativa en 2024 y que vuelva a ser básicamente neutral en 2025. Si se considera todo el horizonte de proyección, la política fiscal experimentará un cierto endurecimiento. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya desde el 91 % en 2022 hasta alrededor del 88 % en 2025, aunque se mantendría muy por encima de sus niveles prepandemia. Conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. En su dictamen publicado el 5 de julio de 2023, el BCE instó a los legisladores de la Unión Europea (UE) a que se pongan de acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2023 y 2024, pero experimentará un ligero deterioro en 2025**<sup>15</sup>. En concreto, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,2 % del PIB y el 2,8 % del PIB en 2023 y 2024, respectivamente y que después aumente hasta el 2,9 % del PIB en 2025 (gráfico 27). El descenso esperado en la primera parte del horizonte de proyección se debe a las expectativas de caída del déficit primario ajustado de ciclo, mientras que el componente cíclico se mantendría estable en general. Se espera que los pagos por intereses aumenten ligeramente durante el horizonte de proyección. La disminución del déficit primario ajustado de ciclo está determinada por la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la perturbación energética y a la elevada inflación. Ahora se estima que el importe de estas medidas a nivel de la zona del euro ascenderá al 1,4 % del PIB en 2023 y que se reducirá significativamente hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,2 % del PIB en 2025.

<sup>15</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de septiembre de 2023.

## Gráfico 27

### Saldo presupuestario y sus componentes



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

Notas: «NGEU» es el programa *Next Generation EU*. Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

**A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser básicamente neutral en 2025<sup>16</sup>.** La variación anual del apoyo fiscal, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU), apunta a un endurecimiento acumulado de la política fiscal de la zona del euro durante el horizonte de proyección. Se prevé que este endurecimiento se produzca sobre todo en 2024, cuando se espera que se retire en torno al 75 % del respaldo fiscal relacionado con la energía y con la inflación proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro. En 2025, se proyecta que la orientación de la política fiscal sea neutral, ya que la mayor reversión de las medidas energéticas se vería compensada en parte por un aumento de la inversión, respaldado por el programa NGEU y por el crecimiento del gasto en defensa. Al mismo tiempo, el endurecimiento acumulado de la política fiscal durante el horizonte de proyección no está determinado por las pensiones y los salarios públicos medios, que se prevé que crezcan a tasas superiores a la inflación en 2024 y 2025, mientras que el gasto total en estas partidas aumentaría a un ritmo igual o superior a la tasa de crecimiento potencial nominal.

**Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia, que se reduzca hasta el 89 % del PIB en 2023 y que se estabilice en términos generales en**

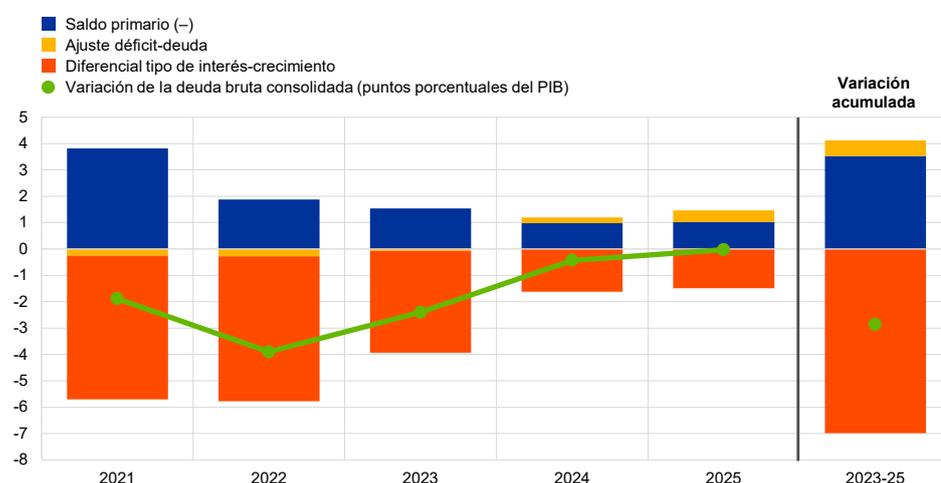
<sup>16</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por la política fiscal a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, 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 en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

**2024 y 2025.** La ratio de deuda aumentó unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020. En 2023 se espera que descienda hasta aproximadamente el 89 % del PIB, y que en 2024 y 2025 registre ligeras caídas. La evolución en los dos últimos años refleja también expectativas de una reducción significativa de los diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal en comparación con los observados entre 2021 y 2023 (gráfico 28). Además, los déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda presionarían al alza el nivel de deuda. Así pues, pese a que la ratio agregada de deuda de la zona del euro disminuiría más de 3 puntos porcentuales entre 2023 y 2025, al final del horizonte se mantendría casi 5 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la pandemia.

### Gráfico 28

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

**El saldo presupuestario de la zona del euro para 2023 no ha variado con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, pero ahora muestra una mejora ligeramente menor de la esperada previamente, tanto en 2024 como en 2025.** Estas revisiones a la baja para 2024 y 2025 se deben sobre todo a las variaciones proyectadas del saldo primario como resultado de un gasto primario más elevado de lo previsto en un principio, incluido el mayor gasto en prestaciones por desempleo, dado que se espera que la actividad se debilite. En términos ajustados de ciclo, se prevé que las revisiones a lo largo del horizonte de proyección sean insignificantes.

**Conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada.**

Ello evitaría un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. La

mejor manera de alcanzar este objetivo es mediante un marco sólido de coordinación y supervisión de la política económica y presupuestaria de la UE. Como se señala en el [dictamen](#) del BCE publicado el 5 de julio de 2023, el BCE celebra las propuestas de la Comisión sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE y propone algunas observaciones técnicas y sugerencias concretas destinadas a mejorar el nuevo marco y garantizar que sea más transparente y previsible. En particular, el BCE insta a los legisladores de la UE a que se pongan de acuerdo para reformar el marco de gobernanza económica cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023. Como la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE se habrá desactivado para entonces, dicho acuerdo será esencial para consolidar las expectativas de sostenibilidad de la deuda y de un crecimiento sostenible e inclusivo. No llegar rápidamente a un acuerdo y establecer un marco presupuestario creíble, transparente y previsible, podría provocar incertidumbre y retrasar indebidamente el ajuste presupuestario y el impulso necesarios para las reformas y la inversión.

# Recuadros

## 1 Riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias derivados de El Niño

Jakob Feveile Adolfsen y Marie-Sophie Lappe

### **La llegada casi segura de un episodio de El Niño hacia finales de 2023 conlleva riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias.**

En junio, la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (NOAA, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos anunció que ya se daban las condiciones características de El Niño y que era probable que al final del año se produjera un episodio. El Niño se define como un fenómeno que ocurre cuando la media móvil de tres meses de la temperatura de la superficie oceánica en las partes central y oriental del Pacífico tropical se mantiene al menos 0,5 grados Celsius (°C) por encima de la media de 30 años durante cinco períodos consecutivos de tres meses superpuestos<sup>1</sup>. La previsión meteorológica más reciente apunta a una probabilidad del 99 % de materialización de un episodio de El Niño en el último trimestre de 2023 y a una probabilidad del 66 % de que sea intenso, con una desviación de la temperatura de al menos 1 °C por encima del umbral de 0,5 grados que define este fenómeno (gráfico A)<sup>2</sup>. El episodio de El Niño de este año representa un cambio con respecto a los tres años anteriores, que estuvieron dominados por La Niña<sup>3</sup>, su equivalente más frío. Es previsible que El Niño afecte a la oferta y a los precios de los alimentos en la región ecuatorial y a escala global, dado que influye en las condiciones meteorológicas en todo el mundo. En este recuadro se analizan los probables efectos de El Niño en los precios internacionales de las materias primas alimenticias y se examinan los riesgos para estos precios en caso de que el fenómeno acabe siendo intenso. Aunque el recuadro se centra principalmente en el impacto de un El Niño intenso, que podría amplificar los efectos sobre los precios de las materias primas alimenticias el año próximo, varios estudios muestran que es probable que la aparición de las condiciones características de El

---

<sup>1</sup> Según la [definición](#) de la NOAA, El Niño es la fase cálida de la oscilación que se produce en el océano Pacífico tropical (también conocida como «El Niño-Oscilación del Sur»). En la fase neutra de la oscilación, los vientos alisios, que soplan permanentemente de este a oeste en torno al ecuador, desplazan las aguas cálidas de Sudamérica a Asia, donde se evaporan con más facilidad. Esto provoca el proceso de afloramiento, que tiene lugar cuando las aguas frías y profundas afloran a la superficie del océano y cubren las aguas cálidas. Durante el fenómeno de El Niño, los vientos alisios pierden fuerza y las aguas cálidas vuelven a desplazarse hacia Sudamérica, lo que hace que el proceso de afloramiento se debilite o incluso se detenga.

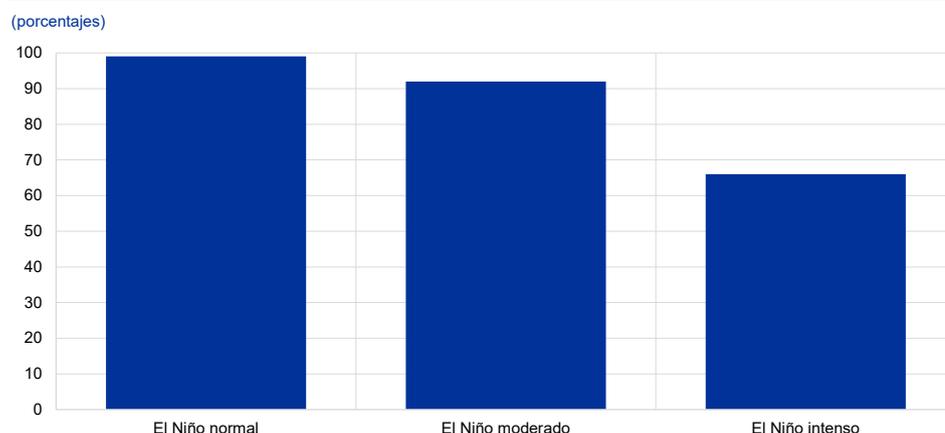
<sup>2</sup> Históricamente, 8 de los 23 episodios de El Niño observados desde 1950 han sido intensos.

<sup>3</sup> La definición de La Niña es similar a la de El Niño, pero con anomalías negativas en las temperaturas de la superficie oceánica. La Niña ocurre cuando los vientos alisios son más fuertes de lo habitual, lo que intensifica el proceso de afloramiento.

Niño afecte a los precios internacionales de estas materias primas con independencia de su intensidad<sup>4</sup>.

### Gráfico A

Probabilidad de ocurrencia de un episodio de El Niño en el cuatro trimestre de 2023



Fuente: NOAA de Estados Unidos.

Notas: La NOAA define un episodio normal de El Niño como un aumento de las temperaturas de la superficie oceánica de al menos 0,5 °C por encima de la media de largo plazo. Los episodios «moderado» e «intenso» de El Niño se definen como un incremento de las temperaturas de al menos 1 y 1,5 °C por encima de la media de largo plazo, respectivamente. Las últimas observaciones corresponden al 10 de agosto de 2023.

**Es probable que los complejos efectos meteorológicos derivados de El Niño afecten a los cultivos de alimentos en todo el mundo, sobre todo en torno al ecuador.** El Niño se asocia a una mayor frecuencia de fenómenos meteorológicos extremos, que varían considerablemente de unas regiones a otras. Así, por ejemplo, El Niño suele provocar olas de calor con fuertes precipitaciones en Sudamérica y en los estados del sur de Estados Unidos, mientras que en los estados del norte causa sequías. La complejidad de los patrones climáticos resultantes implica que El Niño afecta de manera diferente al rendimiento de los cultivos en función de los tipos y las temporadas de cultivo, así como de la región. Su impacto puede variar también entre ciclos distintos de El Niño. Las estimaciones de los efectos históricos de un episodio de El Niño en dicho rendimiento muestran que su efecto es diferente según el tipo de cultivo, incluso dentro del mismo país. Mientras que, en Estados Unidos, El Niño parece ir seguido de mejores cosechas de soja, generalmente incide negativamente en las de trigo y maíz<sup>5</sup>. Además, aunque históricamente el Niño ha

<sup>4</sup> Este recuadro se centra en los precios internacionales de las materias primas alimenticias y no en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro, en los que se espera que los efectos sean menores. Peersman (2022) demuestra que las variaciones de los precios internacionales de las materias primas alimenticias explican casi el 30 % de la volatilidad de la inflación de la zona del euro en el medio plazo. Véase G. Peersman, «[International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)inflation in the Euro Area](#)», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n.º 1, 2022, pp. 85-100. Las subvenciones concedidas a los productores de la UE a través de la política agrícola común mitigan, en parte, los efectos de las variaciones de los precios internacionales de las materias primas alimenticias sobre los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro. Véase, por ejemplo, G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 8, n.º 1, 2012, pp. 179-217.

<sup>5</sup> En Estados Unidos, las cosechas de soja se beneficiaron principalmente de las favorables condiciones del verano para el cultivo en el Medio Oeste, mientras que las olas de calor y las sequías dañaron las cosechas en Asia. Los cultivos de maíz estadounidenses se vieron negativamente afectados, sobre todo, por la sequía registrada en los estados del sureste que suele producirse por el efecto de El Niño.

tenido un impacto positivo en las cosechas de soja en Estados Unidos y Sudamérica, en Asia tiende a reducir el rendimiento de este cereal<sup>6</sup>. La complejidad de estos efectos hace que sea difícil predecir las repercusiones de este fenómeno para los precios internacionales de las materias primas alimenticias. La sustitución de unas materias primas alimenticias por otras complica aún más la identificación de los efectos sobre los precios. Hasta cierto punto, los agricultores consideran que la soja y el maíz son intercambiables entre sí y en ocasiones cambian de un cultivo a otro en función de los precios actuales de los futuros. Esto implica que una posible reducción de la cosecha de maíz podría afectar a los precios de la soja, mientras que los efectos sobre los precios del maíz podrían ser algo menores por este efecto sustitución. Además, los episodios de El Niño de 1982-1983 causaron una merma de la población de peces en Asia y Australia, lo que llevó a una sustitución de la demanda para alimentación animal, de pescado por soja<sup>7</sup>. Debido a esta complejidad, y dado que el rendimiento de los cultivos es uno de los múltiples factores que influyen en los precios internacionales de las materias primas alimenticias, sería erróneo extrapolar directamente los efectos sobre los rendimientos de los cultivos a los efectos sobre los precios.

#### **Análisis históricos sugieren que un episodio normal de El Niño tiene efectos al alza sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias.**

Diversos estudios analizan el impacto de este fenómeno en los precios internacionales de dichas materias primas. Brenner (2002) concluye que la oscilación de El Niño explica casi el 20 % de la variación de la inflación de las materias primas a escala mundial desde 1963 y que un episodio normal de El Niño tiende a elevar la inflación real de las materias primas en torno a un 3 % durante un período de seis a doce meses tras su aparición, a lo que contribuyen principalmente las materias primas alimenticias<sup>8</sup>. Cashin *et al.* (2017) documentan la variación del efecto de las perturbaciones derivadas de El Niño sobre la actividad económica de distintos países desde 1972, con un aumento de los precios de las materias primas no energéticas en la mayoría de ellos<sup>9</sup>. En general, los autores llegan a la conclusión de que El Niño tiene un impacto al alza de alrededor del 5 % en los precios internacionales de las materias primas no energéticas y que este persiste de seis a dieciséis meses<sup>10</sup>. Otros resultados sugieren que la respuesta de la inflación a un episodio de El Niño es más intensa en los países con un mayor peso de los alimentos en el índice de

<sup>6</sup> Según T. Iizumi, J. J. Luo, A. J. Challinor, G. Sakurai, M. Yokozawa, H. Sakuma, M. E. Brown y T. Yamagata, «Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops», *Nature Communications*, 5, n.º 3712, 2014.

<sup>7</sup> Véase A. D. Brenner, «El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n.º 1, 2002, pp. 176-183.

<sup>8</sup> A. D. Brenner, *op. cit.*

<sup>9</sup> P. Cashin, K. Mohaddes y M. Raissi, «Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño», *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, pp. 37-54.

<sup>10</sup> Cashin *et al.*, *ibid.*, utilizan una medida que no se basa en la temperatura, lo que impide clasificar un episodio de El Niño como normal o intenso. Además del efecto sobre los precios de las materias primas alimenticias, también se llega a la conclusión de que los precios de los metales contribuyen a la subida de los precios de las materias primas no energéticas, principalmente debido a que los fenómenos meteorológicos extremos afectan a la actividad minera, como se observó en Chile. Véase P. Cashin, K. Mohaddes y M. Raissi, «El Niño: Good Boy or Bad?», *Finance and Development*, vol. 53, n.º 1, 2016, pp. 30-33.

inflación. Estos estudios apuntan a que, con independencia de su intensidad, el fenómeno de El Niño afecta significativamente a los precios de las materias primas alimenticias y suele incrementar los precios.

**Los precios internacionales de las materias primas alimenticias podrían subir hasta un 9 % si las condiciones actuales de El Niño derivan en un episodio intenso.** Pese a que ya se dan las condiciones características de El Niño y a que, casi con toda seguridad, 2023 será declarado un año de El Niño, la incertidumbre acerca de la intensidad de este fenómeno es mayor<sup>11</sup>. Estimaciones históricas, en las que se ha controlado por la evolución del ciclo económico mundial, así como por la de los precios de los fertilizantes y de la energía, sugieren que un aumento de las temperaturas de la superficie oceánica como consecuencia de la transición de un episodio normal de El Niño a uno intenso incrementaría los precios internacionales de las materias primas alimenticias durante un período de hasta dos años, y que la subida máxima de los precios, del 9 %, se produciría transcurridos dieciséis meses desde el inicio del episodio intenso (panel a del gráfico B). Esto se desprende de los mayores riesgos y las posibles amplificaciones de fenómenos meteorológicos extremos que resultarían de una fase intensa de El Niño con respecto a una normal. Los riesgos al alza para los precios de las materias primas alimenticias derivados de la materialización de un El Niño intenso son especialmente acusados en el caso de la soja, el maíz y el arroz. Al mismo tiempo, los efectos esperados sobre los precios son de aumento —aunque no significativo— en el caso del trigo, y en torno a cero en el del café y el cacao (panel b del gráfico B).

---

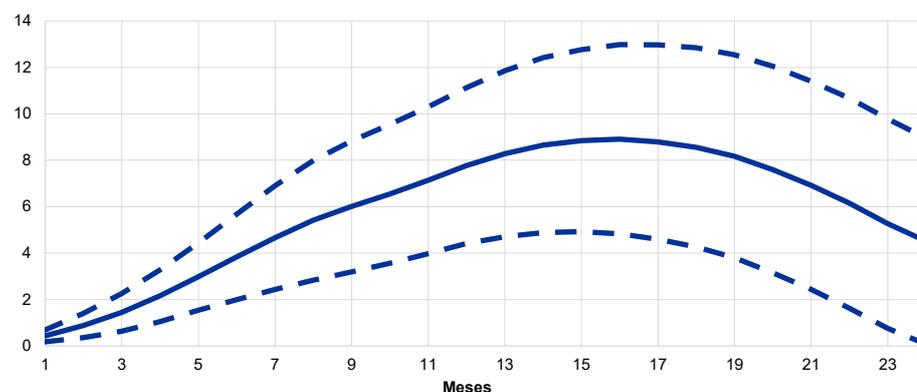
<sup>11</sup> La diferencia entre un episodio normal de El Niño (anomalía de 0,5 °C) y uno intenso (anomalía de 1,5 °C) es de 1 °C. Para conocer las probabilidades actuales de aparición de El Niño, véase el gráfico A.

## Gráfico B

Efectos estimados sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias de una transición de un episodio normal de El Niño a uno intenso

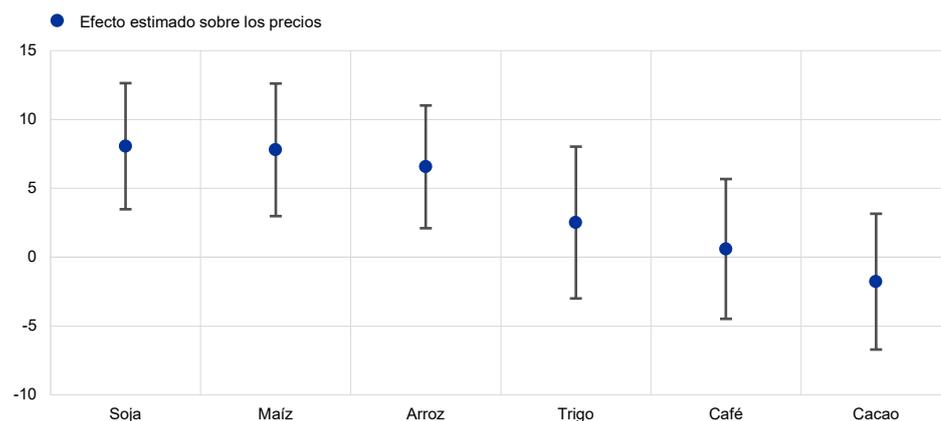
### a) Efectos sobre los precios tras el inicio de un episodio intenso de El Niño

(tasas de variación)



### b) Efectos sobre los precios de una selección de materias primas alimenticias

(tasas de variación)



Fuentes: Haver, NOAA de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: El efecto estimado sobre los precios muestra el impacto de un aumento de 1 °C de las temperaturas de la superficie oceánica durante los fenómenos de El Niño, controlando por los precios de los fertilizantes y del petróleo como costes de los insumos utilizados en la producción de alimentos y por la actividad industrial global como indicador del ciclo económico mundial. Las funciones de impulso-respuesta se estiman empleando proyecciones locales siguiendo el método de Ó. Jordà en «[Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#)», vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161-182. El gráfico muestra intervalos de confianza del 68 %. El panel b muestra el efecto estimado sobre los precios al cabo de dieciséis meses, basado en la respuesta máxima del agregado de los precios de las materias primas alimenticias del panel a. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**Los mercados financieros descuentan incrementos futuros de los precios, pero también una incertidumbre mayor en torno a los precios.** La inclusión del fenómeno de El Niño mejora la precisión de las previsiones sobre la volatilidad futura de los precios de las materias primas alimenticias<sup>12</sup>. Ello sugiere que los operadores de derivados sobre materias primas podrían incorporar las perspectivas relativas a El Niño al negociar en el mercado de futuros. Por lo que se refiere a los tres principales cultivos de cereal (soja, maíz y trigo), los precios de los futuros subieron la semana siguiente al anuncio realizado por la NOAA el 8 de junio de que

<sup>12</sup> Su *et al.* muestran que el hecho de incorporar la evolución de El Niño mejora el pronóstico de la volatilidad futura de los precios en el mercado estadounidense de cereales. Véase Y. Su, C. Liang, L. Zhang y Q. Zeng, «[Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation](#)», *International Review of Economics & Finance*, vol. 81, 2022, pp. 98-112.

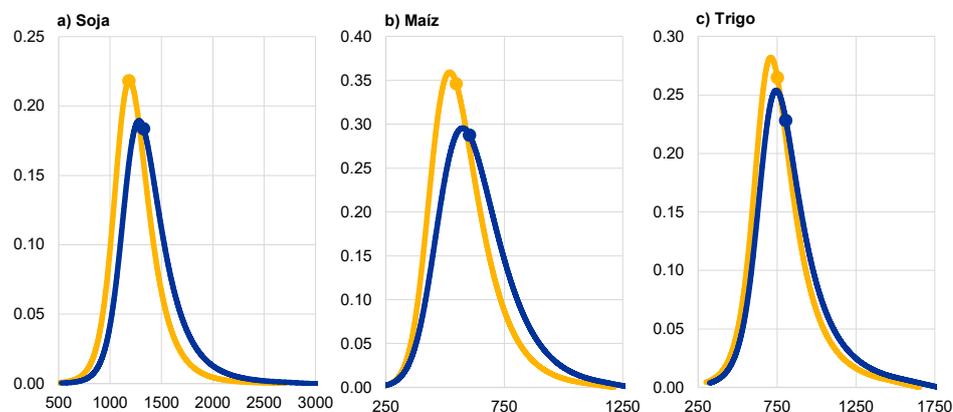
se daban condiciones características de El Niño, junto con una probabilidad de alrededor del 50 % de que, hacia finales del año, este fenómeno fuera intenso (gráfico C)<sup>13</sup>. Tanto el nivel de los precios de la soja y del maíz como la incertidumbre asociada a estos precios en el verano de 2024 aumentaron de forma significativa. Los precios de la soja registraron un alza del 12 % y los del maíz, del 10 %, mientras que la desviación típica de las distribuciones se incrementó un 24 % y un 23 %, respectivamente. Según analistas de mercado, estos movimientos reflejaron principalmente unas condiciones meteorológicas desfavorables en el hemisferio norte a principios de junio, y la evolución de El Niño ha acrecentado la incertidumbre sobre las perspectivas para los cultivos. El impacto sobre el trigo, que históricamente ha sido menos sensible a episodios intensos de El Niño, fue menor, con un incremento de los precios y de la desviación típica del 7 % y el 13 %, respectivamente. En general, los cambios en las distribuciones de precios implícitas en las opciones reflejan posibles presiones al alza sobre los precios de las materias primas alimenticias y un aumento de la incertidumbre en torno a los precios provocada por la evolución actual de El Niño.

### Gráfico C

#### Distribuciones de precios implícitas en las opciones antes y después del anuncio de El Niño

(ejes de ordenadas: USD por fanega; ejes de abscisas: porcentajes)

- Distribuciones de precios antes del anuncio de El Niño
- Precios de los futuros antes del anuncio de El Niño
- Distribuciones de precios después del anuncio de El Niño
- Precios de los futuros después del anuncio de El Niño



Notas: Las distribuciones neutrales al riesgo implícitas en las opciones se calculan siguiendo el método de F. Black y M. Scholes en «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, vol. 81, n.º 3, 1973, pp. 637-654, sobre la base de los precios de los futuros de la soja, el maíz y el trigo duro rojo de invierno del Chicago Board of Trade de julio de 2024. Los tipos *swap* de índices a un día se utilizan para calcular el tipo de interés libre de riesgo. La incertidumbre sobre los precios se mide por la amplitud de las distribuciones implícitas en las opciones. Las fechas de cierre anterior y posterior al anuncio de El Niño fueron el 7 de junio de 2023 y el 16 de junio de 2023, respectivamente

<sup>13</sup> Los pesos respectivos de la soja, el maíz y el trigo en el Index for Food and Beverages (índice de alimentos y bebidas) del HWWI (basado en importaciones de países de la UEM) son 14 %, 14 % y 8 %.

## 2 ¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?

Niccolò Battistini y Johannes Gareis

**En este recuadro se analiza la reciente dispersión de la actividad económica entre países y sectores, y se examina el papel que han desempeñado los efectos de la reapertura tras la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia de coronavirus (COVID-19) el año pasado.** El crecimiento del producto de la zona del euro se ha debilitado de forma significativa desde principios de 2022. Este debilitamiento ha ido acompañado de una dispersión del crecimiento cada vez menor, aunque persistente, entre países y sectores. Esta dispersión continuada del crecimiento refleja una economía a dos velocidades, con un avance relativamente tímido de las manufacturas —inducido, en parte, por la caída de la demanda global y por el endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro— y una expansión comparativamente vigorosa de los servicios, favorecida por los efectos de la reapertura. Sin embargo, datos recientes procedentes de encuestas sugieren que esta dispersión puede reducirse en un futuro próximo, dado que, mientras el impulso procedente de dichos efectos se está desacelerando, la propagación del impacto de otros factores en los diferentes sectores se está fortaleciendo.

**La dispersión del crecimiento entre los países de la zona del euro todavía era relativamente elevada a principios de 2023, mientras que la dispersión entre sectores estuvo en línea con los niveles prepandemia.** Con el fin de tener en cuenta el tamaño económico de los países y los sectores, la dispersión del crecimiento se mide utilizando la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido (bruto real) de todos los países (excluida Irlanda) y sectores de la zona del euro<sup>1</sup>. Ambas medidas alcanzaron niveles sin precedentes tras el estallido del COVID-19, pero disminuyeron de forma significativa en 2022, aunque a un ritmo diferente (panel a del gráfico A). En el primer trimestre de 2023, la dispersión del crecimiento entre países continuó siendo más pronunciada que antes de la pandemia, mientras que en los sectores retornó a los niveles prepandemia. La mayor dispersión del crecimiento entre países parece estar relacionada con la persistencia de una dispersión más acentuada del crecimiento de los servicios intensivos en contacto social, que se redujo con respecto al máximo registrado durante la pandemia, pero se mantuvo en un nivel históricamente elevado (panel b del gráfico A)<sup>2</sup>. En cambio, en las manufacturas volvió a situarse en cotas previas a la pandemia.

<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

<sup>2</sup> «Servicios intensivos en contacto social» se utiliza para referirse de forma abreviada al comercio mayorista y minorista, así como al transporte y la hostelería (en línea con la clasificación NACE Rev. 2).

## Gráfico A

### Dispersión del crecimiento del valor añadido

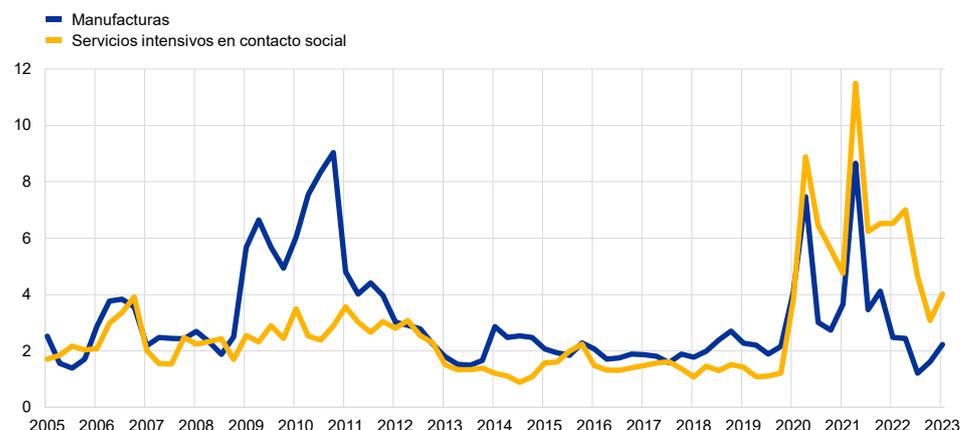
#### a) Dispersión del crecimiento del valor añadido entre los países y los sectores de la zona del euro

(puntos porcentuales)



#### b) Dispersión del crecimiento del valor añadido en las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social entre los países de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de todos los países de la zona del euro, excluida Irlanda. La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de las manufacturas, la construcción, los servicios intensivos en contacto social y una combinación de otros sectores. La dispersión del crecimiento entre países de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de sectores concretos en todos los países de la zona del euro, excepto Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

#### En el primer trimestre de 2023, el crecimiento económico siguió siendo más pronunciado en los países en los que los servicios intensivos en contacto social son más importantes para el conjunto de la economía.

En 2022, la producción de este sector aumentó a un ritmo más intenso en los países en los que estos servicios tienen un peso mayor en la economía (panel a del gráfico B). Esta evolución refleja, en parte, el patrón de crecimiento observado tras el estallido de la pandemia, cuando los servicios intensivos en contacto social de esos países experimentaron una desaceleración económica relativamente acusada. En las economías en las que estos servicios son más importantes, la expansión

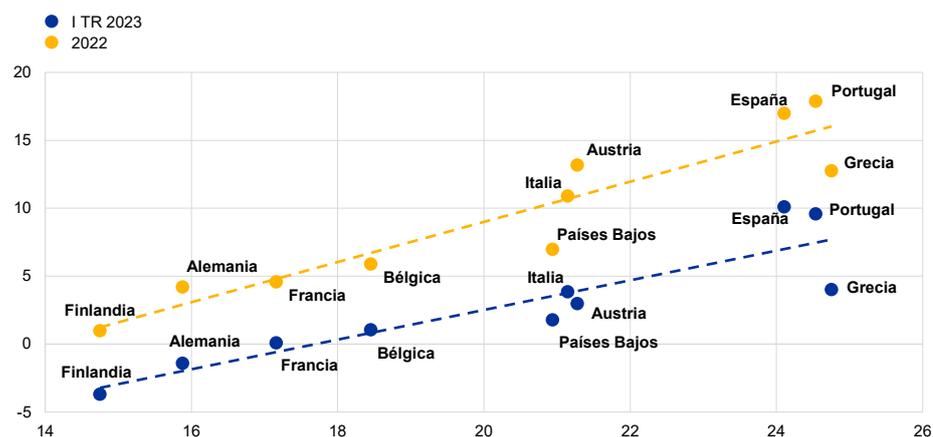
relativamente vigorosa de este sector continuó en el primer trimestre de 2023, y su nivel de actividad superó las cotas previas a la pandemia comparativamente más que en los países en los que tienen menos relevancia. Esto pone en evidencia que los países que dependen más de estos servicios siguieron beneficiándose en mayor grado del vigor del crecimiento de este sector, lo que, en conjunto, también se tradujo en un avance comparativamente más pronunciado del valor añadido (panel b del gráfico B). En cambio, en el grueso de las economías con una mayor dependencia de las manufacturas, el valor añadido total creció menos en el primer trimestre de 2023 porque esta rama de actividad avanzó algo menos que los servicios intensivos en contacto social. No obstante, el crecimiento de las manufacturas en los países de la zona del euro se distribuyó de forma mucho más uniforme, lo que sugiere que los factores que actualmente están impulsando este sector están influyendo de manera más homogénea en dichos países que en el caso de los servicios intensivos en contacto social.

## Gráfico B

Relación entre el tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y el crecimiento de este sector y del valor añadido total en los países de la zona del euro

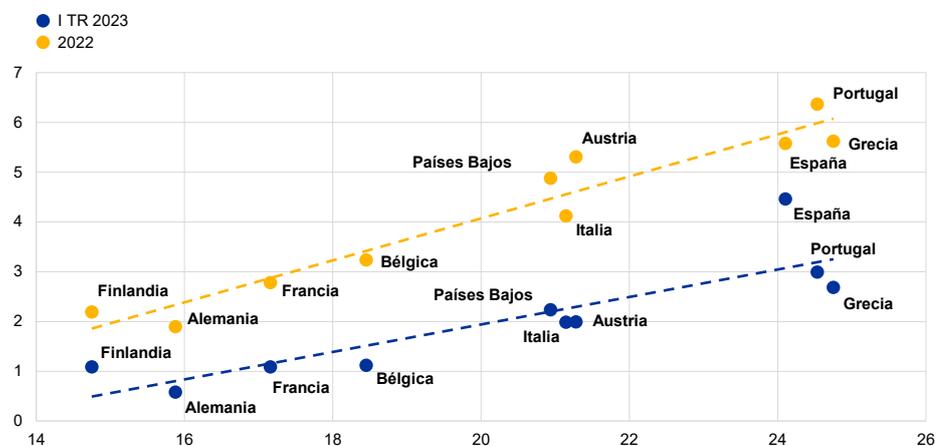
### a) Tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y crecimiento del valor añadido de este sector

(eje horizontal: peso medio del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social en el valor añadido total en 2022, eje vertical: crecimiento interanual del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social)



### b) Tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y crecimiento del valor añadido total

(eje horizontal: peso medio del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social en el valor añadido total en 2022, eje vertical: crecimiento interanual del valor añadido total)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los puntos muestran las mayores economías de la zona del euro (excluida Irlanda) —que son importantes de controlar porque sus resultados son relevantes para la zona del euro en su conjunto— en línea con el cálculo de la dispersión del crecimiento del valor añadido (gráfico A). La tendencia lineal se muestra en líneas discontinuas. Las tasas de crecimiento interanual de 2022 se refieren a medias interanuales de las tasas de crecimiento interanual en frecuencia trimestral en 2022.

**Un modelo empírico muestra que los cambios inesperados en las restricciones de movilidad afectan de manera más desproporcionada a los servicios intensivos en contacto social que a las manufacturas.** Un modelo de vectores autorregresivos bayesianos estimado cuantifica el impacto de la reapertura de la economía sobre el crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social basándose en datos de la zona del euro desde el primer trimestre de 1999 hasta el mismo trimestre de 2023. El modelo utiliza el índice de movilidad de Google (GMI, por sus siglas en inglés) sintético para

calcular el impacto de los cierres relacionados con la pandemia y la reapertura posterior de la economía a través de cambios voluntarios e involuntarios en la movilidad de las personas. El modelo incorpora este índice junto con el índice de presiones en las cadenas globales de suministro de la Reserva Federal de Nueva York (un indicador de la demanda externa de la zona del euro), los precios de la energía, el valor añadido de las manufacturas, los servicios intensivos en contacto social y una combinación de otros sectores, el deflactor del consumo privado, el tipo de interés y el tipo de cambio. El modelo identifica las restricciones relacionadas con la pandemia y las perturbaciones posteriores asociadas a la reapertura (es decir, las perturbaciones causadas por la pandemia) suponiendo que una variación inesperada del GMI afecta inmediatamente a las manufacturas y a los servicios intensivos en contacto social<sup>3</sup>. Los resultados muestran que un descenso imprevisto de este índice (esto es, una perturbación derivada de las restricciones asociadas a la pandemia) da lugar a una disminución sustancial de la actividad en ambas ramas, más acusada en los servicios intensivos en contacto social. De forma simétrica, un aumento inesperado del GMI (es decir, una perturbación asociada a la reapertura) da lugar a un crecimiento más acusado de los servicios intensivos en contacto social que de las manufacturas (panel a del gráfico C).

---

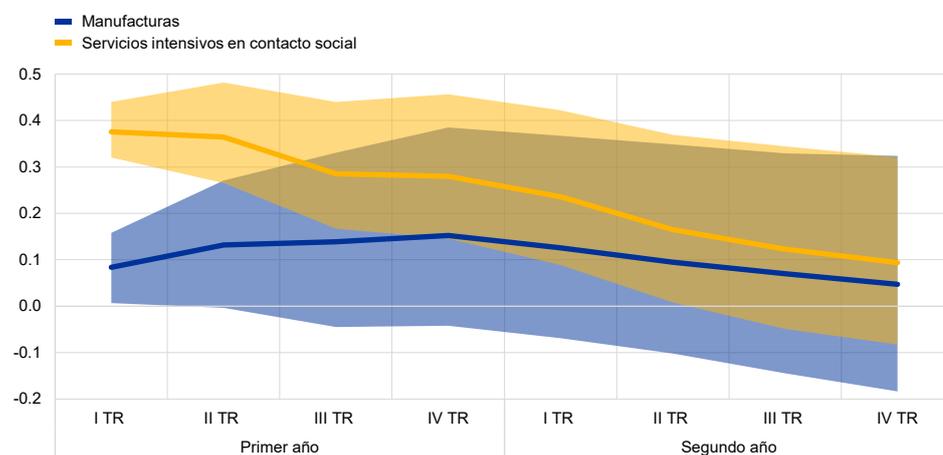
<sup>3</sup> Esto se consigue mediante una descomposición de Cholesky en la que el GMI se sitúa después de las variables globales y antes de las variables específicas de la zona del euro. El modelo incluye cuatro retardos para cada variable, con todas las variables expresadas en logaritmos (excepto el GMI y los tipos de interés), y controla por la volatilidad excepcionalmente elevada de los datos entre el primer y el tercer trimestre de 2020. Véase M. Lenza y G. Primiceri, «[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio/julio de 2022, pp. 688-699. En relación con el índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro, véase G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen y A. Noble, «[A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)», *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, enero de 2022. El GMI está disponible para el período comprendido entre enero de 2020 y octubre de 2022, y se supone que es cero para los demás períodos de la muestra, lo que implica, en particular, la inexistencia de restricciones de movilidad después de octubre de 2022.

## Gráfico C

### Valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

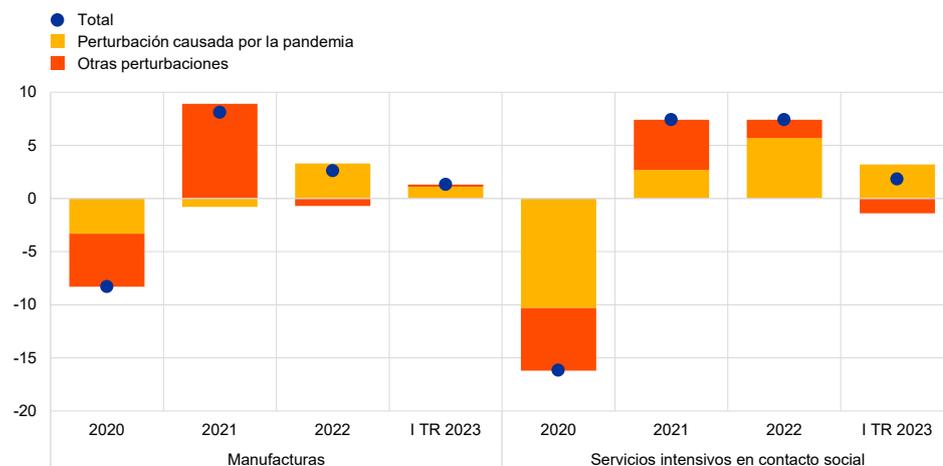
#### a) Impacto de un aumento inesperado del GMI sintético en la actividad de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

(porcentajes)



#### b) Determinantes estimados del crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Google, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y cálculos del BCE.

Notas: Los resultados se basan en un modelo de vectores autorregresivos bayesianos para la zona del euro. Las perturbaciones causadas por la pandemia se han identificado mediante una descomposición de Cholesky suponiendo que una variación inesperada del GMI sintético afecta inmediatamente a las manufacturas y a los servicios intensivos en contacto social. El panel a muestra los efectos de un aumento inesperado del GMI (es decir, una perturbación asociada a la reapertura). Los efectos de una disminución imprevista del GMI (esto es, una perturbación derivada de las restricciones asociadas a la pandemia) son simétricos. Las zonas sombreadas del panel a se refieren a intervalos de confianza del 90 %. En el panel b no se muestra la contribución estimada del término constante (es decir, el crecimiento tendencial). Además, las tasas de crecimiento interanual de 2020, 2021 y 2022 se refieren a medias interanuales de las tasas de crecimiento interanual en frecuencia trimestral. Todas las tasas de crecimiento se han calculado en logaritmos.

**Los efectos de la reapertura siguieron siendo un importante determinante diferencial de crecimiento entre las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social en el primer trimestre de 2023, pero, en general, se debilitaron con respecto a 2022.** La descomposición basada en el modelo de crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social sugiere que las diferencias sectoriales en el impacto de las perturbaciones causadas por la pandemia han contribuido sustancialmente a las divergencias observadas en la evolución de los sectores desde 2020, y el cierre y la posterior reapertura de la

economía han tenido un impacto más acusado en los servicios intensivos en contacto social (panel b del gráfico C). A principios de 2023, los efectos de la reapertura aún persistían, aunque con un impulso al crecimiento menor que en 2022, tanto en las manufacturas como en los servicios intensivos en contacto social. Al mismo tiempo, otras perturbaciones han empezado a propagarse a estos servicios y están afectando menos al avance de las manufacturas. Esto último es acorde con la disminución de las restricciones de oferta que, sin embargo, puede haberse visto contrarrestada por la caída de la demanda global e interna, así como por el endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro<sup>4</sup>.

**Los efectos de la reapertura de la economía deberían seguir disipándose durante 2023 y otros factores deberían cobrar más relevancia.** Como

consecuencia de la desaparición gradual de dichos efectos y de la propagación de otros factores —como el endurecimiento de las condiciones de financiación— a la economía en su conjunto, es probable que el dinamismo de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social continúe disminuyendo en el futuro próximo, lo que daría lugar a una menor dispersión del crecimiento entre sectores. La pérdida de impulso del avance de los servicios intensivos en contacto social también debería conducir a una reducción de la dispersión del crecimiento del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social, así como de la actividad económica en su conjunto, en los distintos países. En general, esta disminución de la dispersión del crecimiento entre sectores y países refleja unas perspectivas a corto plazo más débiles para la actividad económica, como se indica en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023.

---

<sup>4</sup> En cambio, otras perturbaciones explican la mayor capacidad de resistencia y la recuperación más rápida de las manufacturas tras el estallido de la pandemia, una evolución coherente con la pronta e intensa recuperación de la demanda mundial de productos manufacturados. No obstante, esta dinámica no se trasladó por completo a la actividad manufacturera, debido a las disrupciones en las cadenas de suministro y, posteriormente, al impacto de la crisis energética. Aunque el desplazamiento de la demanda mundial de los servicios a los bienes está relacionado con la pandemia, no queda capturado automáticamente por las perturbaciones causadas por la pandemia identificadas, ya que esas perturbaciones miden los cambios inesperados en la movilidad de las personas y no necesariamente recogen los cambios imprevistos en sus preferencias de consumo. Con todo, la respuesta más débil de las manufacturas con respecto a los servicios intensivos en contacto social como consecuencia de un cambio inesperado en la movilidad puede estar relacionada, en cierta medida, con la reasignación del consumo de los servicios a los bienes, lo que en parte explicaría el menor impacto de la perturbación originada por las restricciones de movilidad en el valor añadido de las manufacturas en comparación con el de los servicios intensivos en contacto social.

### 3 La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández y Marco Weißler

**Una novedad reseñable reciente observada en el mercado de trabajo de la zona del euro ha sido el fuerte repunte de la población activa.** En concreto, a lo largo del último año y medio, la principal fuente de crecimiento del empleo ha sido el elevado número de personas que se han incorporado a la población activa, más que un descenso pronunciado de la cantidad de desempleados. En este recuadro se describe la evolución reciente de la participación laboral en la zona del euro utilizando datos de Eurostat y de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). También se analizan sus determinantes empleando un modelo de vectores autorregresivos bayesianos con datos de frecuencia mixta (MF-BVAR, por sus siglas en inglés) con el fin de separar los factores que, en uno u otro sentido, han determinado la dinámica de la población activa<sup>1</sup>.

**En la actualidad, la población activa se sitúa por encima del nivel prepandemia, que se alcanzó al final de 2022.** Más recientemente ha vuelto a converger a su tendencia de largo plazo previa a la pandemia (gráfico A), debido, sobre todo, a la contribución de los trabajadores extranjeros<sup>2</sup>. La diferencia entre las tendencias a corto y a largo plazo anteriores a la pandemia recoge el cambio en el crecimiento de la población, que se ha desacelerado considerablemente desde 2008. En junio de 2023, la población activa, inferida de datos mensuales de desempleo, superaba en unos 3,8 millones de personas el nivel de enero de 2020. Datos trimestrales detallados obtenidos de la encuesta de población activa de la UE (LFS, por sus siglas en inglés) muestran que los trabajadores migrantes, en especial los de fuera de la UE, desempeñaron un papel relevante en la evolución de la participación laboral durante la pandemia de COVID-19. En la primera fase de la pandemia —entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2020— la población activa foránea se redujo proporcionalmente más (2 %) que la población activa total (1,2 %). En cambio, desde el primer trimestre de 2021 hasta el mismo trimestre de 2023, los trabajadores extranjeros representaron el 41 % del aumento

<sup>1</sup> Además del análisis de la evolución de la población activa, un análisis exhaustivo de las implicaciones del crecimiento del empleo para el grado de tensionamiento del mercado de trabajo y el avance de los salarios ha de tomar en consideración las dimensiones sectoriales de dicho mercado y la contribución de las horas medias trabajadas (margen intensivo). Véase, por ejemplo, «[More jobs but fewer working hours](#)», *ECB Blog*, 7 de junio de 2023, en el que se examinan las diferencias entre el empleo y el total de horas trabajadas, y el importante papel que desempeñaron las horas medias trabajadas durante la pandemia y la crisis energética. Véase también «[El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022.

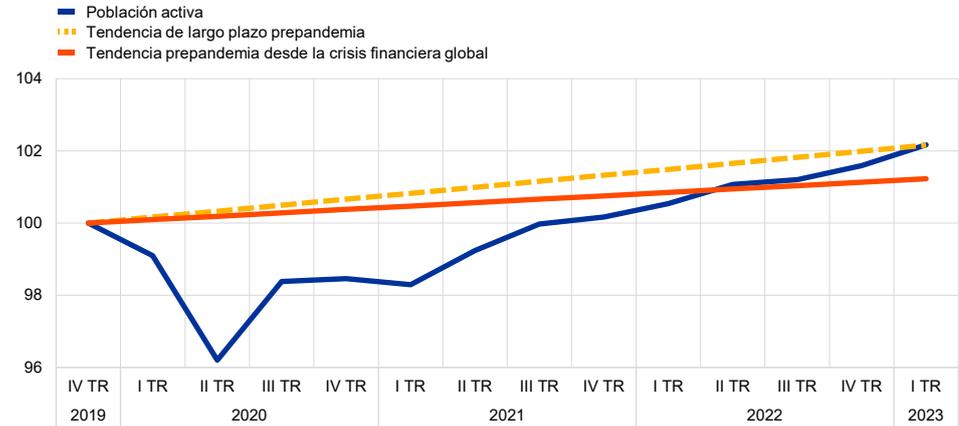
<sup>2</sup> El incremento de la población activa en la zona del euro no fue homogéneo en los distintos grupos sociodemográficos. Por ejemplo, las tasas de participación de los trabajadores menos cualificados y de personas de edades comprendidas entre 25 y 54 años se han recuperado menos desde el inicio de la pandemia (véase el gráfico 9 del artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020).

total de dicha población, con un crecimiento de su peso del 10,3 % al 11,4 % durante ese período.

### Gráfico A

#### Población activa en la zona del euro y tendencias lineales prepandemia

(índice: IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, base de datos del Area-Wide Model del BCE y cálculos de los autores.

Notas: La tendencia de largo plazo prepandemia abarca el período 1995-2019, y la tendencia prepandemia desde la crisis financiera global el período 2009-2019. La última observación corresponde al primer trimestre de 2023.

#### En los últimos años, una proporción creciente de los nuevos trabajadores contratados en la zona del euro estaban inactivos previamente.

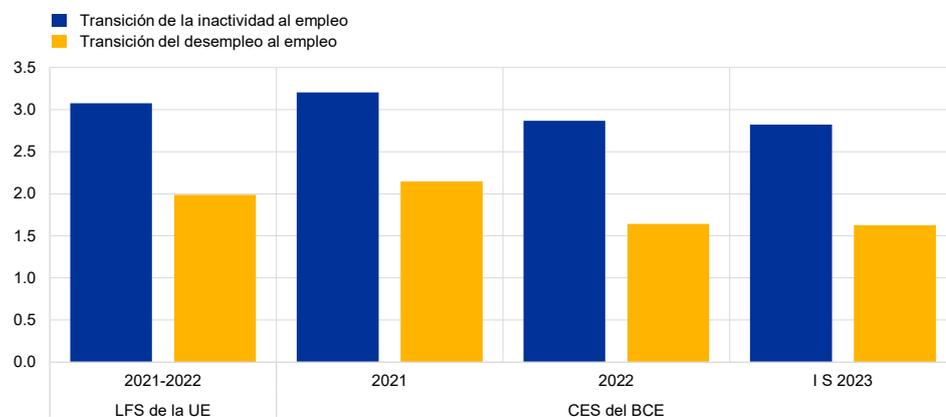
Las transiciones de la inactividad al empleo (transiciones I-E) fueron el principal factor determinante del crecimiento de la ocupación. Según datos de la CES, las transiciones del desempleo al empleo (transiciones D-E) supusieron el 1,6 % del empleo total, mientras que las transiciones I-E representaron el 2,8 % (gráfico B). Esto implica que solo en torno al 37 % de los nuevos contratados en el primer semestre de 2023 estaba en el paro el trimestre anterior. Esta evidencia es acorde con los datos de Eurostat que muestran que el 60 % de las nuevas contrataciones en 2022 correspondió a transiciones I-E, a diferencia del período 2011-2019, en el que el 51 % de los nuevos ocupados procedían de transiciones D-E<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Si se tiene en cuenta la composición por países de las transiciones laborales en la LFS, las transiciones I-E se incrementaron desde el 49 % en el período 2011-2019 hasta el 55 % en 2021-2022. El aumento de estas transiciones con respecto a las transiciones D-E también puede reflejar una tasa de paro más baja en el período reciente. Entre 2011 y 2019, la tasa media de paro fue del 10,2 %, frente al 7,3 % en 2021-2022.

## Gráfico B

### Transiciones al empleo

(en porcentaje del empleo)



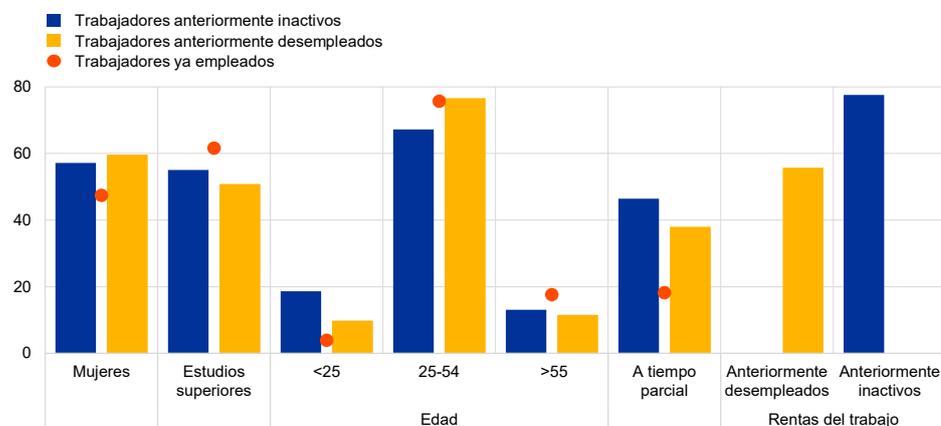
Fuentes: Encuesta de población activa de la UE (LFS) y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**Según la encuesta CES del BCE, las características de los nuevos trabajadores contratados y las de los ya empleados son diferentes, incluidas sus rentas del trabajo.** En promedio, los primeros son más jóvenes y tienen un nivel de estudios más bajo que los que ya estaban contratados antes de las nuevas transiciones. Asimismo, es más probable que sean mujeres y que tengan contratos a tiempo parcial y menores niveles de rentas del trabajo (gráfico C). Los contratados que anteriormente estaban en el paro perciben en torno al 55 % de los ingresos salariales de los ya ocupados, mientras que las personas que transitan directamente de la inactividad al empleo obtienen unas rentas del trabajo medias equivalentes a aproximadamente el 80 % de las que perciben los trabajadores que ya estaban contratados. Las características individuales y del puesto de trabajo explican solo en parte las diferencias observadas en las rentas del trabajo. Con todo, es probable que los efectos composición sobre el crecimiento total de los salarios inducidos por las diferencias en las rentas del trabajo de los nuevos ocupados que proceden de la inactividad y del paro sean limitados.

## Gráfico C

### Características de los nuevos contratados

(en porcentaje del empleo, porcentajes)



Fuente: Encuesta CES del BCE.

Notas: Las columnas de la derecha muestran las rentas del trabajo de los nuevos contratados con respecto a los de los trabajadores ya empleados. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

### La mayor participación laboral de trabajadores previamente inactivos puede reducir el grado de tensionamiento en el mercado laboral.

También puede contribuir a moderar el crecimiento de los salarios, lo que depende de los diversos factores que impulsan la población activa. Si los cambios en las tasas de entrada al empleo están determinados por una perturbación positiva de demanda (como un incremento de la demanda de trabajadores de alta cualificación), también se deberían observar presiones al alza sobre los salarios para los ya ocupados, pero si los cambios son atribuibles a una perturbación positiva de oferta (por ejemplo, la llegada de migrantes), las personas que se incorporan a la población activa pueden contribuir a limitar las demandas salariales de los trabajadores ya contratados.

### Para cuantificar los principales determinantes de la evolución de la población activa y su importancia relativa durante el ciclo se utiliza un modelo estimado para la zona del euro<sup>4</sup>.

El modelo trata de identificar los efectos de los factores subyacentes derivados de las condiciones tecnológicas y de demanda agregada, así como de otros determinantes como la evolución demográfica, los esfuerzos de búsqueda de empleo o el número de horas trabajadas (oferta de trabajo), el desajuste entre la demanda y la oferta de empleo, y el poder de negociación de los trabajadores que refleja, por ejemplo, ajustes del salario mínimo.

### El modelo muestra que las condiciones de demanda y oferta agregadas han sido determinantes clave desde la pandemia.

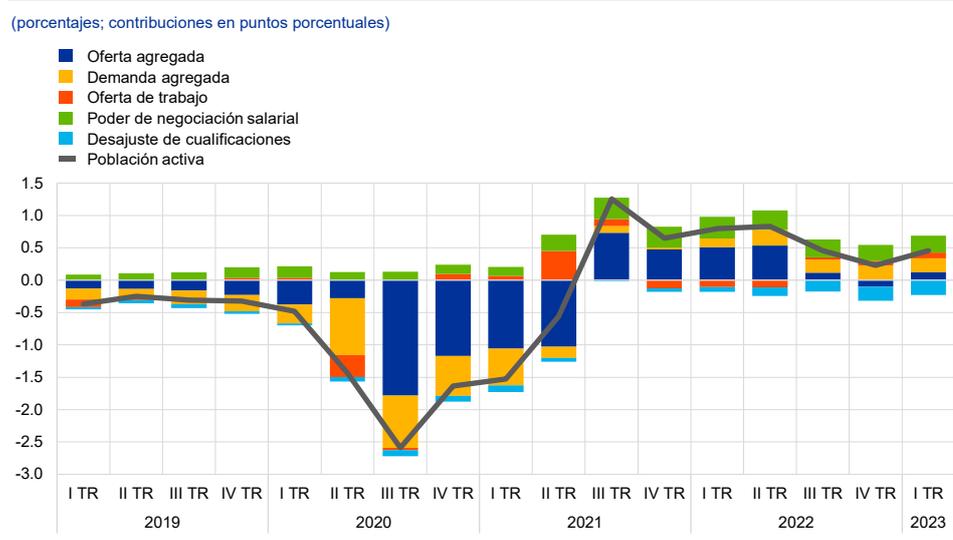
Cada barra del gráfico D representa la contribución individual de las perturbaciones estructurales en desviaciones con respecto a los componentes determinísticos que se estima durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1998 y el mismo

<sup>4</sup> Basado en A. Consolo, C. Foroni y C. Martínez Hernández, «A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n.º 5, octubre de 2023, pp. 1048-1082. El modelo empírico es un modelo MF-BVAR estimado utilizando información sobre inflación, producción industrial, salarios, desempleo, vacantes de empleo y población activa. El modelo es una representación empírica de un modelo de equilibrio general en el que tanto las perturbaciones agregadas como las específicas del mercado de trabajo determinan la evolución de la población activa.

trimestre de 2023. Las condiciones de oferta agregada (barras azules) y las de demanda agregada (barras amarillas) son el origen de la mayor parte del descenso de la población activa durante la pandemia y de su aumento durante la recuperación pospandemia. Estos factores determinantes tienen en cuenta los cambios tecnológicos, las restricciones de movilidad relacionadas con la pandemia, las variaciones de la demanda agregada y los cambios sectoriales asimétricos.

**Además, las perturbaciones específicas del mercado de trabajo dieron un impulso adicional a la población activa.** Es probable que el mayor poder de negociación de los trabajadores (barras verdes) esté asociado a: i) la subida generalizada del salario mínimo, que ha contribuido a animar a los trabajadores en el margen de participación a reintegrarse en la población activa, ii) el descenso de la migración durante los años del COVID-19, y iii) la creciente escasez de mano de obra. A su vez, la mejora observada en la oferta de trabajo (barras rojas) probablemente esté asociada a la recuperación más reciente de los flujos de inmigración. Con todo, los desajustes entre la demanda y la oferta de cualificaciones en sectores concretos siguen constituyendo un lastre para la población activa, como se refleja en la contribución cada vez más negativa de la perturbación derivada de esos desajustes (barras turquesas).

**Gráfico D**  
Determinantes de la población activa obtenidos del modelo



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.  
Notas: Para más información sobre el modelo, véase la nota 4 a pie de página. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

**En conclusión, el pronunciado aumento de la población activa tiene implicaciones importantes a la hora de entender la dinámica y la posición cíclica del mercado de trabajo.** En primer lugar, como hay más personas dispuestas a trabajar además de los desempleados, un indicador cíclico de la holgura del mercado laboral ha de tener en cuenta el peso creciente de las transiciones de la inactividad al empleo. En segundo lugar, a igualdad de otros factores, es probable que la oferta de empleo tenga un efecto mitigador en las presiones salariales.

## ¿Cuál es la causa principal de la inflación reciente según los consumidores?

Dimitris Georganakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler y Pedro Neves

### Las percepciones de los consumidores con respecto a los factores que impulsan la inflación pueden ser un determinante importante de su comportamiento económico y de sus expectativas de inflación.

En general, las percepciones de cada persona motivadas por las narrativas imperantes tienen un impacto en sus acciones y en sus expectativas<sup>1</sup>. Una de las narrativas que puede afectar al comportamiento económico son las percepciones sobre las fuentes de la inflación. La pregunta de cuál es el factor principal que está detrás del aumento de los precios ha adquirido más relevancia últimamente<sup>2</sup>. Se trata de una cuestión importante porque puede afectar a las expectativas de los consumidores sobre la inflación futura y a su comportamiento real<sup>3</sup>. En este contexto, en junio de 2023, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores se les preguntó cuál pensaban que era el factor principal que explicaba la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses<sup>4</sup>. Se proporcionaron tres respuestas posibles, que reflejaban los tres factores principales que pueden determinar la formación de precios en una empresa (los beneficios, los salarios y otros costes intermedios)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Para consultar cómo influyen las narrativas en los sucesos y el comportamiento económicos, véase, por ejemplo, R. J. Shiller, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

<sup>2</sup> Véanse C. Lagarde, «Acabar con la persistencia de la inflación», discurso pronunciado en el Foro del BCE sobre Banca Central 2023 sobre «Estabilización macroeconómica en un entorno de inflación volátil» celebrado en Sintra, Portugal, 27 de junio de 2023; B. Bernanke y C. Blanchard, «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?», documento preparado para la conferencia «The Fed: Lessons learned from the past three years» celebrada en el Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy de Brookings Institution, 23 de mayo de 2023; N.-J. Hansen, F. Toscani y J. Zhou, «Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains», IMF Blog, Fondo Monetario Internacional, 26 de junio de 2023.

<sup>3</sup> Si, por ejemplo, los consumidores creen que la inflación se debe al incremento de los costes intermedios (por ejemplo, los precios de la energía y de las materias primas), es probable que piensen que la inflación es de carácter más transitorio, lo que puede llevar a una convergencia más rápida de las expectativas de inflación hacia el objetivo. Paralelamente, si piensan que los salarios o los beneficios son la causa principal de la subida de los precios, esto podría generar expectativas de inflación futura más persistentes y desancladas. Asimismo, es posible que los consumidores estén más dispuestos a pagar precios más altos cuando perciben que el elevado nivel de los precios es consecuencia de los costes intermedios de las empresas que cuando lo atribuyen principalmente a los beneficios empresariales.

<sup>4</sup> La pregunta es la siguiente: «En su opinión, ¿cuál es el factor principal que explica la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses?». Las opciones eran: «1. Los beneficios de las empresas», «2. Los costes salariales de las empresas», «3. Otros costes intermedios de las empresas (por ejemplo, energía, materias primas y otros costes empresariales)». La muestra abarca las seis mayores economías de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos) e incluye 10.308 respuestas de todos los países (Bélgica: 845, Alemania: 1.797, España: 2.268, Francia: 2.264, Italia: 2.267, Países Bajos: 867).

<sup>5</sup> Debido a la posibilidad de que se produjesen efectos derivados del orden de las respuestas, que podían dar lugar a que los encuestados favorecieran la primera o la última opción, las opciones se ordenaron aleatoriamente para los más de 10.000 encuestados. El orden de las opciones tuvo un impacto estadísticamente significativo en las respuestas, pero reducido en términos económicos, y no tuvo un efecto importante en las medias agregadas ni en las clasificaciones de las tres opciones.

**La mayoría de los consumidores creen que las variaciones de los precios se debieron principalmente a los costes intermedios, en segundo lugar, a los beneficios empresariales y en tercero, a los salarios.** El panel a del gráfico A muestra la distribución de las respuestas. Otros costes intermedios (distintos de los salarios), que incluyen la energía y los bienes intermedios, fue la opción elegida por una clara mayoría (en torno al 65 %). Los beneficios empresariales ocuparon el segundo lugar (alrededor del 25 % de los encuestados seleccionaron esta explicación), y los salarios el tercero (8 %). La clasificación relativa de las opciones fue coherente en los distintos países y en todos los desgloses demográficos posibles<sup>6</sup>.

---

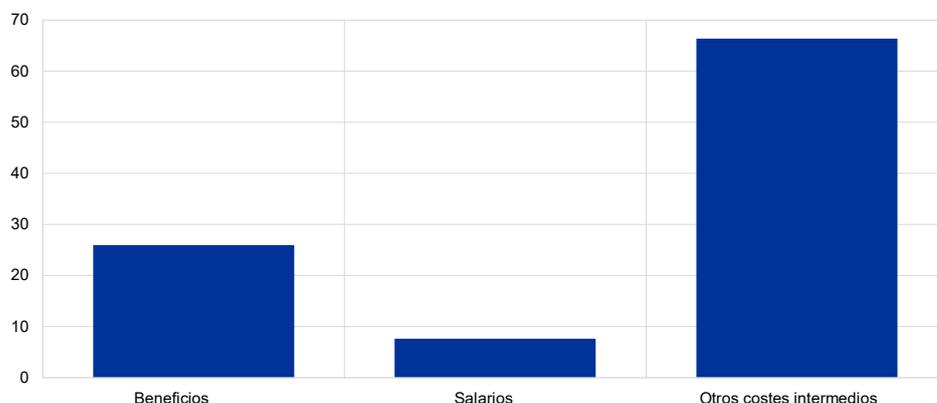
<sup>6</sup> La clasificación relativa de las opciones es la misma en todos los desgloses posibles. Si bien se observan algunas diferencias de magnitud en función del grupo demográfico, las clasificaciones no varían.

## Gráfico A

### Percepción de las causas principales de la inflación

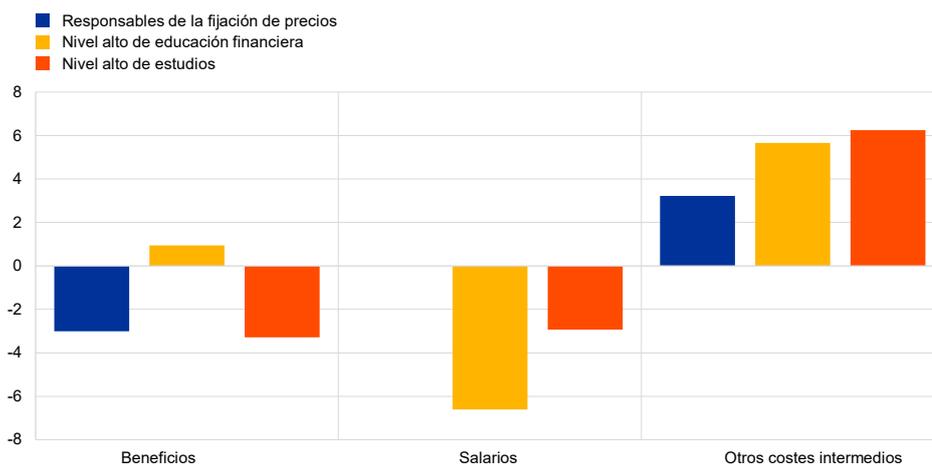
#### a) Percepción general

(porcentajes de consumidores)



#### b) Desglose por grupos de encuestados seleccionados

(puntos porcentuales, diferencia en el porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés).

Notas: Panel a: estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que eligen cada opción. Panel b: estimaciones ponderadas. Diferencias en el porcentaje de cada opción por grupo. Un nivel alto de educación financiera se contraponen a la ausencia de ese nivel de educación financiera (es decir, puntuaciones inferiores a 4 en la escala del 1 al 5). Se considera que un nivel alto de estudios es tener al menos un grado universitario o una titulación superior, y las respuestas se contraponen al resto. Los responsables de la fijación de precios forman un subgrupo de encuestados que indicaron que tienen responsabilidades de gestión específicas en materia de formación de precios y en contratación en particular.

**Los encuestados que conocen las estrategias de fijación de precios de las empresas y los que tienen mayores niveles de educación financiera y de estudios señalan con más frecuencia otros costes intermedios como el factor principal.** El panel b del gráfico A muestra cómo cambian los resultados en función de las características específicas de los encuestados. Los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades explícitas en materia de formación de precios y en contratación (que significa que conocen las estrategias de fijación de precios) suelen responder con mayor frecuencia que otros que la razón principal son otros costes

intermedios<sup>7</sup>. Se observa un patrón similar en los encuestados con niveles altos de educación financiera o de estudios.

**Aunque los salarios ocuparon el tercer lugar (es decir, el más bajo) en todos los países, existe una correlación entre las percepciones específicas de cada país y la evolución de los salarios en el país en cuestión.** Pese a que los salarios ocuparon el puesto más bajo en todos los países, se observan algunas diferencias entre ellos. Los participantes en la encuesta que eligieron los salarios como factor principal fueron menos del 6 % en España e Italia, pero más del 10 % en Bélgica y Países Bajos. El panel a del gráfico B muestra las respuestas por país junto con las cifras reales del crecimiento de los salarios negociados. Bélgica y Países Bajos, con un mayor crecimiento porcentual de los salarios reales, también tienen el número más elevado de encuestados que seleccionaron los salarios como la causa principal de la inflación.

**Los encuestados con responsabilidades de fijación de salarios son más propensos a indicar que estos son el factor principal.** En el panel b del gráfico B se clasifica la opción de los salarios por grupo. Los que participan activamente en la fijación de salarios son, en efecto, los que es más probable que seleccionen esta opción. Esto podría reflejar que son más conscientes de la importancia que tienen los salarios en las estructuras de costes de las empresas que los consumidores que solo observan su renta personal. Más concretamente, los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades en materia de fijación de salarios y los encuestados que se clasifican como trabajadores por cuenta propia con empleados son más propensos a elegir los salarios como la causa principal. En cambio, los asalariados y los trabajadores por cuenta propia sin empleados suelen referirse a los salarios como el factor principal con menos frecuencia.

---

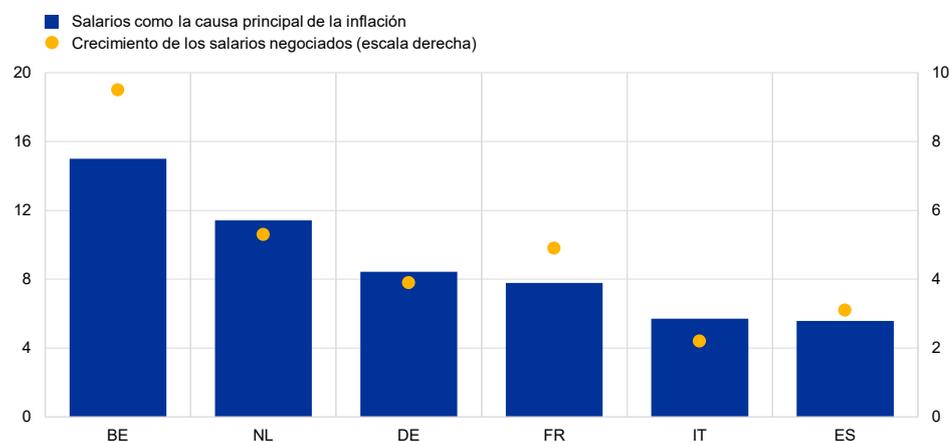
<sup>7</sup> Los encuestados que tienen responsabilidades de gestión (en materia de fijación de precios o de salarios) representan alrededor del 14,5 % de la muestra emparejada. Si se analiza la información con más detalle, los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades en materia de contratación y de formación de precios representan el 11,7 % (N=1.065) de la muestra emparejada total, mientras que aquellos con responsabilidades relativas a la fijación de salarios representan el 6,4 % (N=582) de esa muestra.

## Gráfico B

### Percepción de los salarios como la causa principal de la inflación

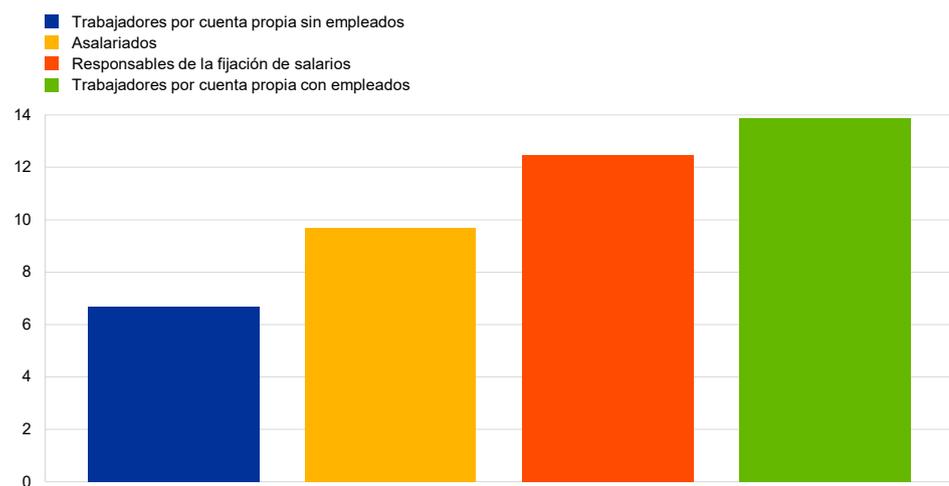
#### a) Desglose por país

(porcentaje de encuestados, tasa de variación interanual)



#### b) Desglose por grupos de encuestados seleccionados

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Panel a: estimaciones ponderadas. «Crecimiento de los salarios negociados» se refiere a la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en el primer trimestre de 2023, incluidos los pagos extraordinarios. Panel b: estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados de cada grupo que seleccionaron los salarios como la causa principal de la inflación. Los trabajadores por cuenta propia se dividen en los que tienen empleados y los que no los tienen. Los responsables de la fijación de salarios son un subconjunto de encuestados que indican específicamente que tienen responsabilidades en ese ámbito.

### Los encuestados que señalan que otros costes intermedios son el factor principal esperan que la inflación sea menos persistente.

Concretamente, suelen mostrar expectativas de inflación a medio plazo más bajas y una menor transmisión de las expectativas a corto plazo a las de medio plazo. En el cuadro A se cuantifica la correlación entre las respuestas y las expectativas de inflación a medio plazo (controlando por nivel de estudios, educación financiera, país y efectos fijos de tiempo)<sup>8</sup>. Los resultados sugieren que la explicación de los costes intermedios se asocia a un nivel más bajo de expectativas a medio plazo —

<sup>8</sup> En este análisis se controla por otras variables que pueden afectar a las expectativas de inflación en un intento por identificar el efecto derivado únicamente de lo que se cree que impulsa la inflación y no el impacto de factores que pueden introducir distorsiones, como el nivel de estudios o la educación financiera.

0,46 puntos porcentuales, en promedio—, comparado con un grupo de base de encuestados que seleccionan los beneficios como el factor principal. Asimismo, si se examina la transmisión de las expectativas a corto plazo a las de medio plazo, el impacto condicional de los encuestados que responden «otros costes intermedios» refleja una tasa de transmisión del 32 %, frente a una tasa de transmisión incondicional del 60 %<sup>9</sup>. Por último, la probabilidad esperada de que el BCE mantenga la estabilidad de precios es 3,5-3,6 puntos porcentuales mayor para los que responden «otros costes intermedios» en vez de seleccionar las otras dos opciones. Esta asociación positiva es mayor que la relativa al nivel de estudios, la educación financiera o la renta.

## Cuadro A

### Expectativas de inflación y causas de la inflación

Modelo	Causas principales de la inflación		Nivel de educación financiera		Nivel de estudios		Expectativas de inflación a un año vista	Interacción a un año vista con los salarios	Interacción a un año vista con otros costes intermedios	Controles por país	Efectos fijos de tiempo
	Salarios	Otros costes intermedios	Medio	Alto	Medio	Alto					
Variable dependiente:											
Expectativas de inflación a tres años vista	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**				Sí	Sí
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
Expectativas de inflación a tres años vista	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Sí	Sí
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Probabilidad de que el objetivo se cumpla en tres años		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Sí	Sí
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Probabilidad de que el objetivo se cumpla en tres años		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Sí	Sí
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Estimaciones ponderadas. La muestra refleja la mayoría de los que respondieron a la pregunta de las causas de la inflación (en torno a 9.500) y solo se han excluido algunas observaciones que no se emparejaron. Las categorías se muestran en relación con la categoría de base, que es «beneficios» para las respuestas y «bajo» para el nivel de educación financiera y de estudios. El nivel de educación financiera se define como: bajo = puntuaciones 1-2, medio = 3, alto = 4-5. El nivel de estudios se define como: bajo = hasta educación secundaria obligatoria, medio = desde el instituto hasta la universidad, alto = educación terciaria.

Un asterisco (\*) denota significatividad estadística al 10 %. Dos asteriscos (\*\*) denotan significatividad estadística al 5 %. Tres asteriscos (\*\*\*) denotan significatividad estadística al 1 %.

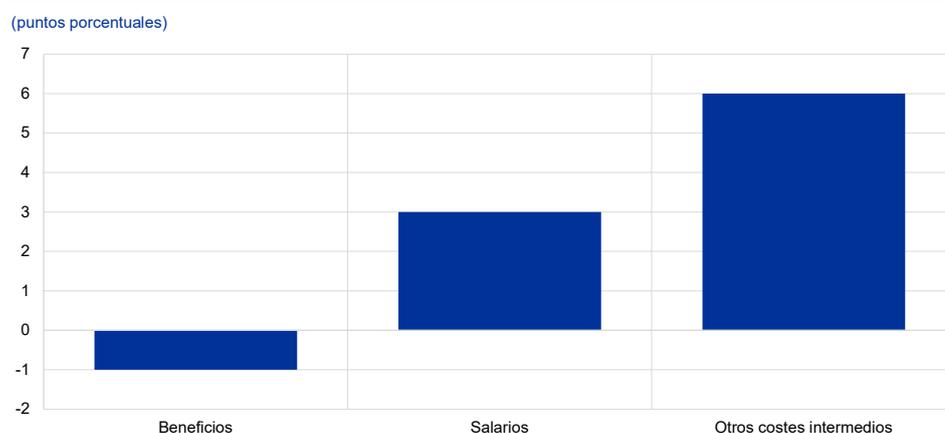
### La selección de «otros costes intermedios» como la causa principal de la inflación presenta una correlación con los consumidores que creen que el

<sup>9</sup> Para calcular el impacto condicional, se ha añadido la transmisión de las expectativas a un año vista a las de tres años vista (0,60) con la respuesta de variable ficticia (*dummy*) 3 (-0,31) y el plazo de interacción (0,03). El efecto marginal aumenta (0,03) a medida que se incrementa la expectativa a un año, pero parte de un nivel significativamente más bajo (-0,31) en los encuestados que eligieron «otros costes intermedios» como el factor principal.

**BCE podrá mantener la estabilidad de precios en un plazo de tres años.** La opinión de que otros costes intermedios son el factor principal (y, por tanto, la probabilidad de que los encuestados interpreten que las causas de la inflación son más transitorias) guarda una fuerte correlación con la percepción de los consumidores de que el BCE podrá lograr la estabilidad de precios en tres años<sup>10</sup>. El gráfico C muestra que la probabilidad mediana percibida de que el BCE mantenga la estabilidad de precios en un plazo de tres años es mayor cuando se opta por la explicación de «otros costes intermedios». La probabilidad es menor cuando se eligen los salarios y la más baja corresponde a la respuesta «beneficios» como la causa principal de la inflación.

### Gráfico C

Probabilidad percibida de que el BCE mantenga la estabilidad de precios en un plazo de tres años y percepciones sobre las fuentes de inflación



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Estimaciones ponderadas. Las barras señalan la probabilidad mediana por factor menos la probabilidad mediana total. Las probabilidades o posibilidades de que el BCE mantenga la estabilidad de precios se calculan en función de las respuestas a la pregunta: «¿Qué probabilidad cree que hay de que el Banco Central Europeo (BCE) mantenga la estabilidad de precios en la economía de la zona del euro en los próximos tres años?». La respuesta posible va de 1 a 100.

**En conjunto, esta nueva evidencia obtenida de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores sugiere que las percepciones sobre las causas principales de la inflación actual se asocian a la manera en que los consumidores forman sus expectativas de inflación a medio plazo.** Si bien la mayoría de los encuestados consideraron que otros costes intermedios eran la causa principal de la inflación en los doce meses transcurridos hasta junio de 2023, en adelante es necesario hacer un estrecho seguimiento para determinar si los beneficios o los salarios se perciben como un factor más relevante. También resultará de utilidad analizar si esto estaría asociado a un posible impacto al alza en las expectativas de inflación a medio plazo y a una menor probabilidad percibida de que el BCE pueda mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

<sup>10</sup> La probabilidad mediana incondicional se sitúa actualmente en el 42 %. Sin embargo, resulta difícil interpretar este indicador sin una serie temporal más larga. Por consiguiente, el análisis se centra en las diferencias transversales. El indicador subyacente se diseñó en el contexto de un proyecto de investigación cuyo objetivo era examinar la eficacia de la comunicación del BCE con respecto a la revisión de su estrategia en 2021; véase M. Ehrmann, D. Georgarakos y G. Kenny, «[Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#)», *Working Paper Series*, n.º 2785, BCE, 2023.

## 5 El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE

Annalisa Ferrando, Johannes Groß y Judit Rariga

**En este recuadro se examina cómo perciben los riesgos climáticos las empresas de la zona del euro, así como sus planes de inversión y sus necesidades de financiación para mitigar los efectos del cambio climático.**

Entre el 25 de mayo y el 26 de junio de 2023, el Banco Central Europeo (BCE) llevó a cabo una ronda piloto de la [Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#), que incluía por primera vez preguntas específicas relativas al impacto del cambio climático en las empresas de la zona del euro<sup>1</sup>. En concreto, se preguntó a las empresas sobre: i) la importancia que otorgan a las consecuencias de los riesgos físicos y de transición, ii) su comportamiento inversor para mitigar los riesgos o reducir el impacto medioambiental negativo de sus actividades económicas, iii) las distintas fuentes elegidas para financiar las inversiones relacionadas con el cambio climático y iv) los posibles obstáculos para obtener la financiación necesaria.

**La literatura existente suele clasificar los riesgos climáticos en riesgos físicos y riesgos de transición, en función de sus determinantes.** Los riesgos físicos tienen su origen en el impacto físico del cambio climático en la economía, incluidos los fenómenos meteorológicos extremos y los cambios en los patrones climáticos. Los riesgos de transición se derivan de la implementación de estándares climáticos más estrictos, de la regulación y de las políticas de fijación de precios del carbono para impulsar la transición a una economía baja en carbono. Los riesgos físicos se pueden subdividir en riesgos físicos graves, que están relacionados con fenómenos naturales —como incendios, tormentas e inundaciones— y riesgos crónicos, que se asocian a cambios a más largo plazo en los patrones climáticos y que provocan la degradación del entorno natural y el agotamiento de los recursos naturales<sup>2</sup>.

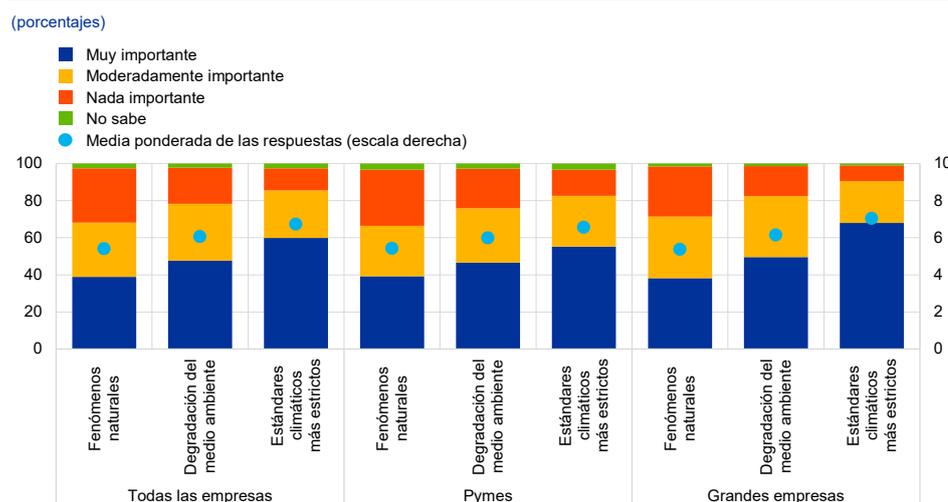
<sup>1</sup> El objetivo de esta ronda piloto de la SAFE era analizar varios cambios que está previsto introducir en la encuesta, en concreto: i) aumentar su frecuencia de semestral a trimestral, con el fin de ofrecer información más coyuntural sobre las condiciones de financiación de las empresas, ii) incluir nuevas preguntas cuantitativas de carácter prospectivo sobre variables económicas fundamentales y iii) permitir la incorporación de preguntas *ad hoc* nuevas. Los resultados de esta ronda piloto aún no se han publicado en el sitio web del BCE, y está previsto hacerlo una vez finalizada la evaluación de calidad de las respuestas. La muestra de empresas de la zona del euro que participaron en esta ronda de la SAFE era inferior a la de la encuesta periódica. La selección de las empresas se hizo mediante un muestreo aleatorio estratificado por país, categorías de tamaño y actividad económica, con el fin de que fuera representativa de la población de empresas de la zona del euro. El tamaño total de la muestra fue de 5.733 empresas, de las que 5.233 (el 91 %) eran pymes (con menos de 250 empleados). En la encuesta piloto participaron empresas de Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Eslovaquia y España.

<sup>2</sup> Véanse Banco de Pagos Internacionales, [Climate-related risk drivers and their transmission channels](#), abril de 2021, y Network for Greening the Financial System, [Macroeconomic and financial stability: implications of climate change](#), julio de 2019. Véase también el artículo del blog del BCE elaborado por Frank Elderson [The economy and banks need nature to survive](#), junio de 2023.

**La preocupación por las consecuencias del cambio climático en los próximos cinco años es bastante generalizada entre las empresas de la zona del euro (gráfico A).** El 60 % de las empresas de la zona del euro encuestadas indicaron que los riesgos de transición asociados a unos estándares climáticos más estrictos son «muy importantes» para ellas<sup>3</sup>. Los riesgos de transición derivados de dichos estándares, de la regulación y de los sistemas de fijación de precios del carbono preocupaban más a las grandes empresas que a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Además, el 39 % de los encuestados estaban muy preocupados por los fenómenos naturales (puntuación de 7 o más en una escala de 1 a 10), mientras que el 48 % señaló el mismo grado de preocupación por la degradación del medio ambiente. Esto indica que hay más empresas que sienten preocupación por las consecuencias de la degradación del medio ambiente, aun cuando no consideren que sus propias actividades son vulnerables a fenómenos naturales inmediatos.

### Gráfico A

Importancia de las consecuencias del cambio climático para las empresas de la zona del euro en los próximos cinco años



Fuente: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea.

Notas: Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de las consecuencias del cambio climático para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). En el gráfico, la escala se ha dividido en tres categorías de importancia: baja (1-3), moderada (4-6) y alta (7-10). La puntuación media se ha ponderado por categoría de tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población subyacente de empresas.

**A las empresas les preocupa el riesgo físico originado por el cambio climático, en particular en las zonas costeras y en las regiones en las que se han producido más incendios, mientras que la preocupación por el riesgo de transición se distribuye de manera más homogénea entre las regiones de la zona del euro (gráfico B).** Un análisis regional de la importancia que conceden las empresas a las consecuencias del cambio climático pone en evidencia que la

<sup>3</sup> La encuesta del BCE a empresas líderes sobre el impacto del cambio climático en la actividad económica y en los precios que se llevó a cabo a principios de 2022 arrojó resultados similares. Cuando se preguntó a las empresas participantes acerca del impacto principal del cambio climático sobre su actividad, alrededor de dos terceras partes mencionaron riesgos asociados a la transición a una economía de cero emisiones netas, mientras que la mitad de ellas también señalaron los riesgos físicos derivados del cambio climático. [El impacto del cambio climático sobre la actividad y los precios: mensajes de una encuesta a empresas líderes](#), *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

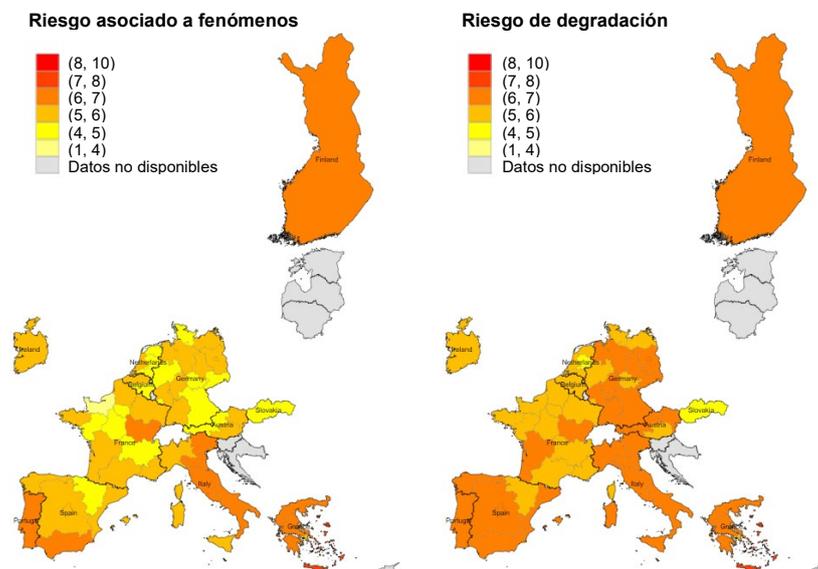
preocupación por los fenómenos naturales es más apreciable en regiones costeras o en zonas históricamente vulnerables a sequías, incendios o inundaciones, en particular en los países del sur de Europa y en los países nórdicos (parte izquierda del panel a del gráfico B). En cambio, la preocupación por la degradación del medio ambiente se concentra principalmente en las regiones afectadas por el turismo o la industria pesada (parte derecha del panel a del gráfico B). Por otra parte, el riesgo de transición, en comparación con el riesgo físico, no solo es motivo de preocupación para más empresas, como se muestra en el gráfico A, sino que la preocupación también se distribuye de manera más uniforme entre las regiones de la zona del euro (panel b del gráfico B). Habida cuenta de que la regulación climática se establece principalmente a escala nacional o europea, la importancia que otorgan las empresas al riesgo de transición es más homogénea dentro de cada país que la preocupación por el riesgo físico, que estaría más condicionada por el ámbito regional.

## Gráfico B

### Importancia de las consecuencias del cambio climático en los próximos cinco años, distribución geográfica

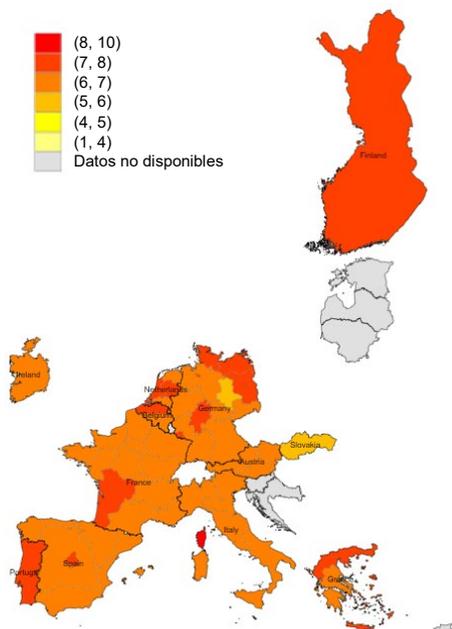
#### a) Riesgo físico

(puntuaciones medias ponderadas)



#### b) Riesgo de transición

(puntuaciones medias ponderadas)



Fuente: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea.

Notas: Los mapas muestran la puntuación media ponderada de la importancia de las consecuencias del cambio climático para las empresas en los próximos cinco años distinguiendo por principales regiones socioeconómicas basadas en la NUTS1 (clasificación de 2016) de la zona del euro. Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de las consecuencias del cambio climático (fenómenos naturales, degradación del medio ambiente y estándares climáticos más estrictos) para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). Las puntuaciones medias ponderadas a nivel de la NUTS1 son medias de las respuestas dentro de cada rango ponderadas por categoría de tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población subyacente de empresas.

**La preocupación de las empresas por los riesgos asociados a fenómenos naturales a nivel de cada país refleja pérdidas incurridas en el pasado y está correlacionada con los riesgos esperados en el futuro (gráfico C).** El panel superior del gráfico C muestra una relación positiva clara entre la puntuación media ponderada obtenida de la pregunta de la encuesta sobre la relevancia de los riesgos asociados a fenómenos naturales para la actividad de las empresas y las pérdidas acumuladas incurridas anteriormente como consecuencia de diferentes catástrofes acaecidas en los últimos 40 años en los distintos países<sup>4</sup>. Sin embargo, la correlación es menos estrecha si las puntuaciones por países basadas en la encuesta —agrupadas en categorías de riesgo bajo, medio y alto— se comparan con un indicador prospectivo obtenido de aproximar las pérdidas anuales esperadas en los préstamos a empresas de las entidades de crédito como resultado de fenómenos naturales en un escenario climático de referencia (parte inferior del gráfico C)<sup>5</sup>. Las valoraciones de las empresas de aumento de los riesgos presentan una correlación débil con unas pérdidas futuras esperadas considerablemente más elevadas causadas por el cambio climático. Además, en las categorías en las que las empresas conceden importancia alta al riesgo de fenómenos naturales, la distribución de las pérdidas esperadas es más amplia, lo que podría indicar que en las evaluaciones de riesgos de las empresas todavía no se tiene plenamente en cuenta la evolución futura del cambio climático, dado el grado de incertidumbre en torno a los escenarios climáticos futuros.

---

<sup>4</sup> Para más información relativa a los datos sobre pérdidas pasadas debidas al cambio climático, véase [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

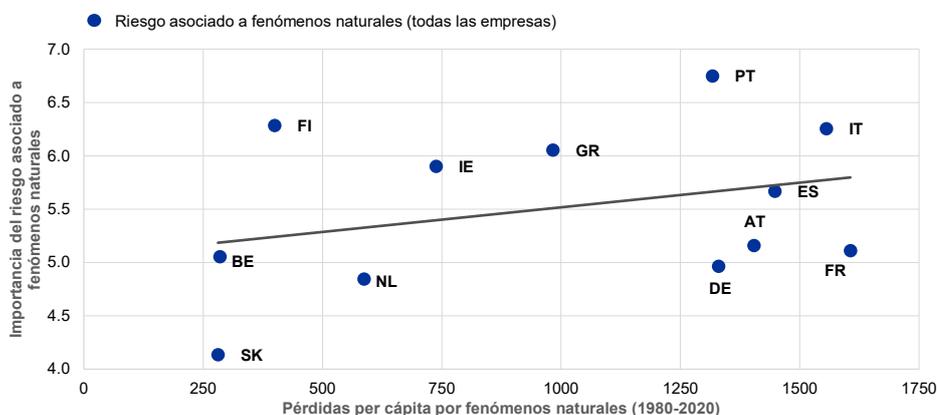
<sup>5</sup> A partir del escenario de referencia (JRC 2017) del Centro Común de Investigación (JRC, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, las pérdidas anuales esperadas a nivel de cada país como consecuencia de fenómenos naturales (inundaciones de zonas costeras y fluviales y temporales de viento) se aproximan por la suma de las puntuaciones de riesgo de cada empresa, ponderadas por el porcentaje de sus exposiciones crediticias, de renta fija y de renta variable frente a instituciones financieras. Las puntuaciones de riesgo de las empresas indican el porcentaje de las carteras en riesgo cada año en términos de activos totales estimados utilizando funciones de daños del JRC (Huizinga, De Moel y Szewczyk, 2017). Para más detalles sobre los indicadores analíticos de riesgos físicos y sobre la metodología, véase [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

## Gráfico C

Importancia de los riesgos asociados a fenómenos naturales a cinco años vista con respecto a pérdidas pasadas y esperadas derivadas de tales riesgos

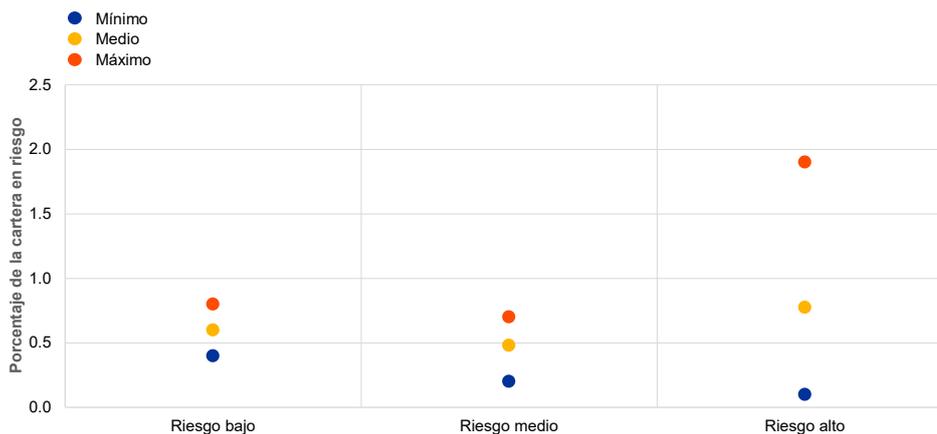
### a) Pérdidas históricas derivadas de los riesgos asociados a fenómenos naturales

(eje de abscisas: puntuaciones medias ponderadas de las respuestas de la encuesta; eje de ordenadas: millones de euros)



### b) Riesgos futuros esperados

(eje de abscisas: porcentaje; eje de ordenadas: grupos de riesgo de las respuestas de la encuesta)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), indicadores analíticos del BCE sobre riesgo físico y cálculos del BCE.

Notas: Se pidió a las empresas participantes en la SAFE que indicaran la importancia de las consecuencias de los riesgos asociados a fenómenos naturales para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). Las puntuaciones medias ponderadas que se muestran en el eje de abscisas del panel a son medias de las respuestas de cada país utilizando el número de encuestados ponderado. El eje de ordenadas del panel a indica el valor de los daños económicos causados por fenómenos meteorológicos y climáticos extremos durante el período 1980-2020. El eje de abscisas del panel b muestra la distribución de la exposición en riesgo normalizada, que cuantifica, desde la perspectiva de las entidades de crédito, el porcentaje de la cartera en riesgo a través de sus exposiciones crediticias, de renta fija y de renta variable a empresas no financieras a nivel de países. En el eje de ordenadas del panel b, los países con puntuaciones medias del riesgo asociado a fenómenos naturales inferiores a 5 se clasifican como de riesgo bajo, de riesgo medio si la puntuación se sitúa entre 5 y 6, y de riesgo alto si es más de 6. En el panel b se excluye a los Países Bajos (NL) porque el indicador de pérdidas anuales esperadas no tiene en cuenta las medidas de mitigación actuales y futuras, de modo que ese país se ha clasificado como un caso atípico.

**La mayoría de las empresas consideraban que habían realizado o tenían previsto realizar suficientes inversiones para afrontar el cambio climático.** La mitad de las empresas de la zona del euro participantes en la encuesta estimaba que había realizado suficientes inversiones para frenar su propio impacto medioambiental negativo, mientras que el 24 % planeaba acometer inversiones en los próximos cinco años. Al mismo tiempo, el 32 % señaló que había realizado inversiones para mitigar el efecto del riesgo asociado a fenómenos naturales y el 23 % tenía intención de hacerlo en los próximos cinco años. Por categorías de

tamaño, las grandes empresas parecen ser más activas en la reducción del impacto negativo de su actividad en el medio ambiente.

**Unos estándares climáticos más estrictos ofrecen un mayor incentivo a las empresas que los fenómenos naturales o la degradación del medio ambiente para invertir en la mitigación del cambio climático (gráfico D).** Las regresiones en forma reducida que estudian el impacto conjunto de los tres riesgos principales del cambio climático en las inversiones de las empresas relacionadas con el clima sugieren que unos estándares climáticos más estrictos podrían impulsar a las empresas a invertir relativamente más (10 puntos porcentuales [pp]) que los riesgos asociados a fenómenos naturales (7 pp) o la degradación del medio ambiente (6 pp)<sup>6</sup>. Con todo, en el caso de las pymes, unos estándares climáticos más estrictos probablemente no afectarán a las inversiones de forma más significativa que la preocupación por los fenómenos naturales o la degradación del entorno natural. En cambio, en el caso de las grandes empresas, unos estándares climáticos más estrictos son más importantes para sus planes de inversión. En general, para las empresas podría ser más sencillo calcular los costes asociados a unos estándares más estrictos (por ejemplo, un impuesto sobre el carbono) que evaluar la probabilidad y las consecuencias de una catástrofe natural. En consecuencia, unos estándares más estrictos podrían incentivar más a las empresas a invertir en la mitigación del cambio climático. Las grandes empresas también deberían adquirir mayor concienciación de su impacto climático habida cuenta de las crecientes presiones para publicar información sobre aspectos relacionados con la sostenibilidad<sup>7</sup>.

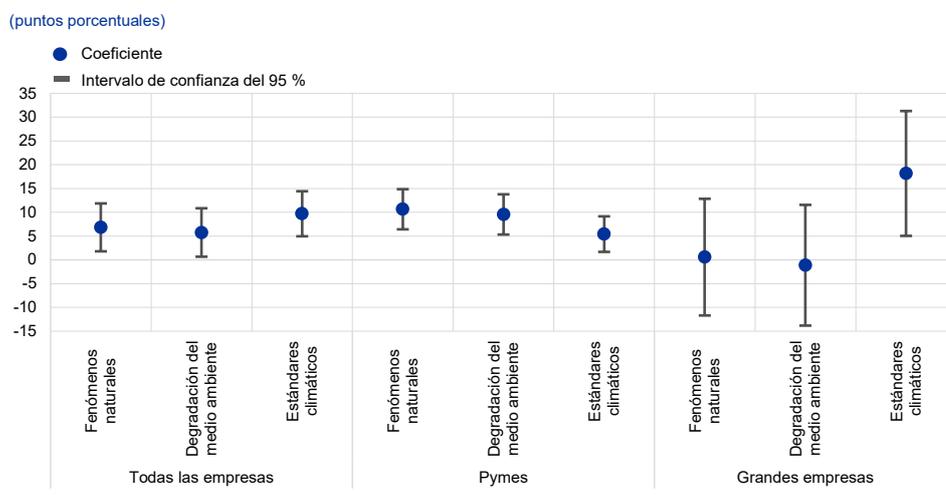
---

<sup>6</sup> La literatura también pone de relieve el papel de los impuestos sobre el carbono para impulsar la producción y la innovación en las tecnologías verdes. Véanse D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztyn y D. Hemous, «[The Environment and Directed Technical Change](#)», *American Economic Review*, vol. 102, n.º 1, febrero de 2012, y D. Acemoglu, U. Akcigit, D. Hanley y W. Kerr, «[Transition to Clean Technology](#)», *Journal of Political Economy*, volumen 124, n.º 1, febrero de 2016. Aunque a la mayoría de las empresas de la UE les preocupa el riesgo físico, pocas invierten para lograr mayor capacidad de resistencia, véase Banco Europeo de Inversiones, «[What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#)», 14 de junio de 2023.

<sup>7</sup> En el enlace [Corporate Sustainability Reporting](#) se ofrece información más detallada sobre la legislación de la Unión Europea en esta materia relativa a grandes empresas y empresas cotizadas (incluidas pymes cotizadas).

## Gráfico D

### Consecuencias del cambio climático e inversión para mitigar su impacto



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se presentan coeficientes de regresión que muestran el impacto de las consecuencias del cambio climático para las empresas de la zona del euro en los próximos cinco años sobre las inversiones relacionadas con el clima realizadas o previstas. Las variables ficticias (*dummy*) de fenómenos naturales, degradación del medio ambiente y estándares climáticos más estrictos toman un valor de 1 si la empresa indica que estos motivos de preocupación son muy importantes, es decir, se sitúan en un valor mínimo de 7 en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). La variable resultante es 1 si las empresas han invertido o prevén invertir en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales o su propio impacto medioambiental negativo en los próximos cinco años. Se ha controlado por la cifra de negocios de las empresas, sus costes laborales y sus costes de los consumos intermedios, excluidos los costes laborales, y la regresión incluye efectos fijos de tamaño de la empresa (empleo), tiempo, sector y ubicación a nivel de la NUTS1. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 95 %.

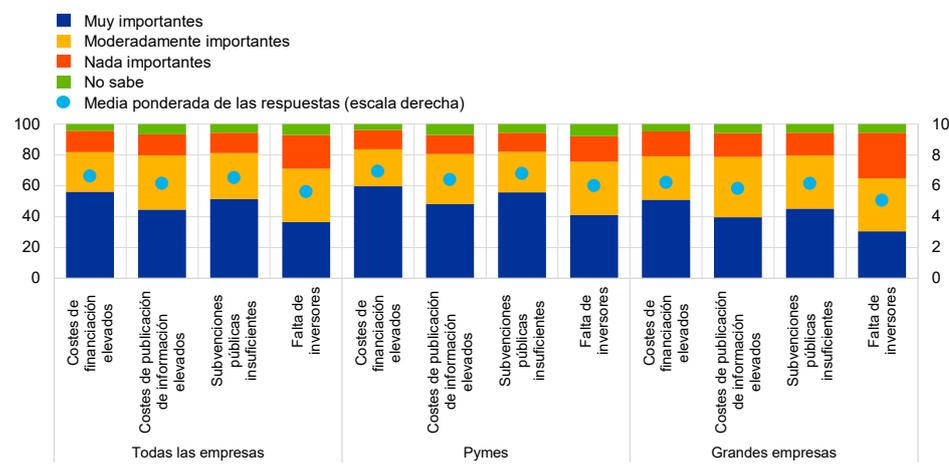
**Las empresas encuestadas señalaron varios obstáculos que dificultaban el acceso a la financiación necesaria para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir unos estándares climáticos más estrictos (gráfico E).** Más de la mitad de las empresas indicaron que unos costes de financiación demasiado elevados e insuficientes subvenciones públicas constituían obstáculos muy importantes para poder acometer inversiones relacionadas con el clima<sup>8</sup>. Es posible que las empresas consideren que los costes son elevados porque podrían no estar internalizando de manera suficiente los beneficios de abordar los riesgos climáticos. Los costes excesivamente elevados asociados a la publicación de información medioambiental también fueron mencionados como un obstáculo muy importante por el 45 % de las empresas, mientras que el 37 % consideraba que la falta de disposición de los inversores a financiar inversiones verdes era una preocupación muy importante. En el caso de las pymes, todos los obstáculos para obtener financiación para inversiones son motivo de más preocupación que para las grandes empresas.

<sup>8</sup> A partir de datos de encuestas a empresas, R. De Haas, R. Martin, M. Muûls y H. Schweiger, «[Managerial and financial barriers to the green transition](#)», llegan a la conclusión de que las restricciones de crédito y unas prácticas de gestión deficientes en materia ecológica frenan la inversión empresarial en tecnologías verdes.

## Gráfico E

Obstáculos para obtener financiación para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir unos estándares climáticos más estrictos

(porcentajes)



Fuente: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea.

Notas: Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de los obstáculos para obtener financiación para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir con estándares climáticos en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). En el gráfico, la escala se ha dividido en tres categorías de importancia: baja (1-3), moderada (4-6) y alta (7-10). La muestra incluye a empresas que ya han invertido o prevén invertir en políticas verdes.

## Los resultados de la encuesta ponen de relieve el destacado papel que desempeñan los avales públicos para préstamos y la financiación del sector privado para dirigir recursos hacia la ecologización de la economía (gráfico F).

Aparte de los préstamos no subvencionados y los beneficios no distribuidos, los préstamos subvencionados son una importante fuente de financiación de las empresas, más para las pymes que para las grandes empresas. Según se indica en la SAFE, en el primer semestre de 2023, el 19 % de las empresas recurrieron a préstamos no subvencionados para financiar su actividad, mientras que solo el 9 % la financió mediante préstamos subvencionados. Asimismo, en lo que respecta a las inversiones relacionadas con el clima, el 24 % de las empresas tienen previsto utilizar préstamos no subvencionados, y un porcentaje más elevado, el 34 %, planea emplear préstamos subvencionados. Resultados recientes de la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro ponen de manifiesto que las entidades de crédito están prestando más atención a los riesgos climáticos y que las crecientes requerimientos de información, junto con las medidas de apoyo fiscal, tienen un impacto positivo en los préstamos a empresas verdes<sup>9</sup>. Por ejemplo, las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de concesión del crédito y las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos a empresas verdes se

<sup>9</sup> Véase «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023», BCE, 25 de julio de 2023. En función de la disponibilidad de datos, las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios utilizaron diversas fuentes para distinguir entre empresas verdes y no verdes, como información específica de los estados financieros, informes de sostenibilidad sobre datos de emisiones y, si estaban disponibles, planes de transición, en especial en el caso de las empresas de mayor tamaño, así como información recopilada relativa a los nuevos préstamos concedidos basándose en cuestionarios (generalmente relacionados con criterios ambientales, sociales y de gobernanza) a los prestatarios. En cambio, según las entidades encuestadas, para evaluar el riesgo climático asociado a los préstamos a pymes usaron con frecuencia estimaciones y medias sectoriales.

habían relajado, mientras que, en general, se habían endurecido para las empresas no verdes. A este respecto, es posible que las entidades de crédito sigan percibiendo que el crédito a empresas no verdes comporta mayor riesgo que el otorgado a sus homólogas verdes<sup>10</sup>. Por lo tanto, el uso de avales públicos podría mitigar este riesgo, facilitando así el proceso de transición climática también para las empresas que, aunque tienen planes de transición, no son consideradas verdes por las entidades.

Por el lado de las empresas, las regresiones en forma reducida que estudian el impacto conjunto de las fuentes de financiación sobre las inversiones relacionadas con el clima confirman que el recurso a los préstamos subvencionados y a los beneficios no distribuidos aumenta las probabilidades de inversión en 7 pp y 8 pp, respectivamente (panel b del gráfico F). Además, los resultados subrayan la importancia de las acciones y participaciones de capital para impulsar la inversión de las empresas en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales y su propio impacto medioambiental negativo<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Véanse B. Buchetti, I. Miquel-Flores, S. Perdichizzi y A. Reghezza, «[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)», junio de 2023, y F. Lamperti, V. Bosetti, A. Roventini, M. Tavoni y T. Treibich, «[Three green financial policies to address climate risks](#)», *Journal of Financial Stability*, volumen 54, junio de 2021.

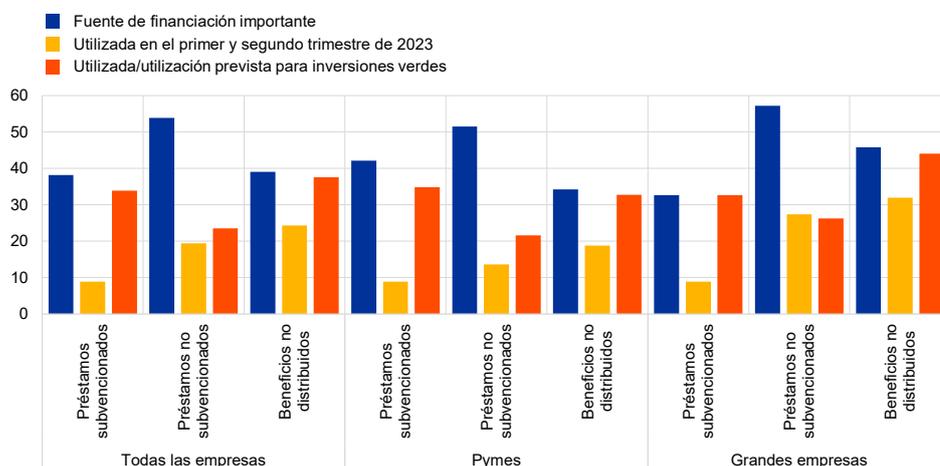
<sup>11</sup> Véase R. De Haas y A. Popov, «[Finance and Green Growth](#)», *The Economic Journal*, vol. 133, número 650, febrero de 2023, pp. 637–668.

## Gráfico F

### Uso de fuentes de financiación para inversiones destinadas a reducir la exposición a riesgos asociados a fenómenos naturales y a políticas climáticas

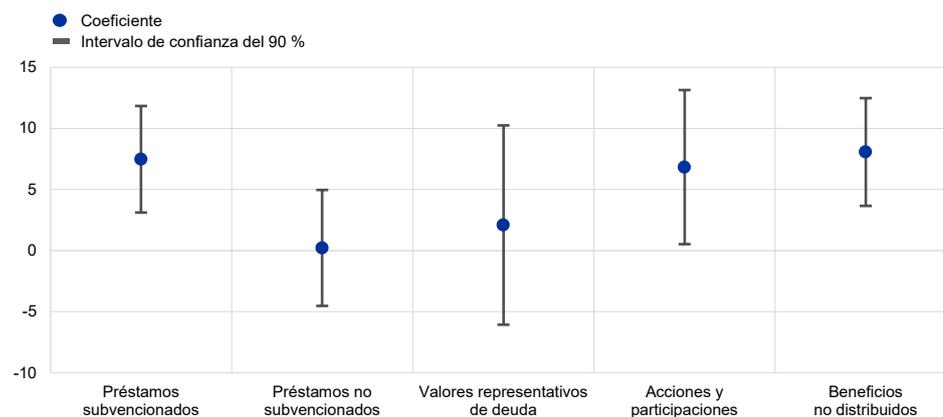
#### a) Uso de fuentes de financiación

(porcentajes)



#### b) Impacto de las fuentes de financiación en las inversiones relacionadas con el clima

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a empresas que ya han invertido o tienen previsto invertir en políticas verdes. En el panel a, las barras azules muestran el porcentaje de empresas que consideran que determinadas fuentes de financiación son importantes para su actividad (las han utilizado en el pasado o consideran utilizarlas en el futuro) y las barras amarillas señalan el porcentaje de empresas que han usado una fuente de financiación determinada en el primer trimestre o en los dos primeros trimestres de 2023. Las barras rojas indican el porcentaje de empresas que han utilizado o prevén utilizar determinadas fuentes de financiación para inversiones destinadas a reducir la exposición a riesgos asociados a fenómenos naturales y a las políticas climáticas. En el panel b se presentan los coeficientes de regresión de las fuentes de financiación de las empresas de la zona del euro en las inversiones realizadas o previstas con objetivos relacionados con el clima. Las variables ficticias (*dummy*) de préstamos subvencionados, préstamos no subvencionados, valores representativos de deuda, acciones y participaciones y beneficios no distribuidos toman un valor de 1 si la empresa ha señalado que utiliza o prevé utilizar estas fuentes de financiación para inversiones verdes. La variable dependiente es una variable ficticia que toma un valor de 1 si las empresas han invertido o tienen previsto invertir en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales o su propio impacto medioambiental negativo en los próximos cinco años y de 0 si la empresa no ha realizado ninguna inversión. La regresión incluye efectos fijos de tamaño de la empresa, tiempo, sector y ubicación a nivel de la NUTS1. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 %.

## 6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de mayo y el 1 de agosto de 2023

Jens Budde y Petra Fricke

**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 2023.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 10 de mayo y el 1 de agosto de 2023 (el «período de referencia»).

**El Consejo de Gobierno del BCE subió sus tres tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en sus reuniones del 4 de mayo y del 15 de junio de 2023.**

Estos aumentos se hicieron efectivos en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2023, respectivamente.

**El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro disminuyó significativamente durante el período de referencia.** Esta disminución se debió al vencimiento de la cuarta operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y a los reembolsos anticipados por parte de las entidades de crédito de la financiación obtenida en otras TLTRO el 28 de junio de 2023. Otro factor, aunque con menor influencia, fue la reducción gradual del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) tras la finalización de las reinversiones del Eurosistema en el marco del APP a partir del 1 de julio. Sin embargo, la contracción continuada de los factores autónomos netos, que aportó liquidez al sistema, compensó en parte el descenso del exceso de liquidez. Estos factores han estado cayendo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022, debido principalmente al descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se redujeron, en promedio, en 189,8 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.836,9 mm de euros.** Si se compara con el primer y el segundo período de mantenimiento de 2023, esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 189,4 mm de euros —hasta los 1.671,9 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia de una caída de los factores autónomos de absorción de liquidez y de un aumento de los factores de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas disminuyeron solo ligeramente (0,3 mm de euros), hasta un importe de 165 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 127,6 mm de euros, hasta situarse en 2.804,4 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos.**

Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A titulada «Pasivo») disminuyeron en 113,9 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 255,8 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el tercer período de mantenimiento. Esta disminución refleja la continuación de la normalización de las reservas de tesorería mantenidas por los Tesoros nacionales y el ajuste de sus estrategias de gestión de tesorería como consecuencia de la reducción del límite máximo aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas por los bancos centrales nacionales, que entró en vigor el 1 de mayo de 2023. El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, en 8,2 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.565,3 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 62 mm de euros y se situaron en 1.133 mm de euros.** Los activos netos denominados en euros aumentaron en 55,7 mm de euros en el período de referencia. Este aumento obedeció, sobre todo, a la caída continuada de los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro en el tercer período de mantenimiento. Ello, a su vez, refleja un ajuste de las estrategias de gestión de tesorería de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS también se ajustó con efectos a partir del 1 de mayo de 2023. Los activos exteriores netos se incrementaron en 6,2 mm de euros.

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

---

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

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Periodo de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto periodo de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.804,4	(-127,6)	2.823,8	(-104,1)	2.784,5	(-39,3)	2.932,0	(-136,5)
Billetes en circulación	1.565,3	(+8,2)	1.563,7	(+3,8)	1.567,0	(+3,3)	1.557,1	(-6,1)
Depósitos de las AAPP	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	983,3	(-21,9)	1.003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1.005,2	(-67,5)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
<b>Facilidad de depósito</b>	3.919,0	(-126,4)	4.126,4	(+130,3)	3.706,6	(-419,8)	4.045,4	(-241,1)
<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 periodo de referencia o de mantenimiento anterior.

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

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.133,0	(+62,0)	1.145,8	(+63,4)	1.119,9	(-25,9)	1.071,0	(+81,8)
Activos exteriores netos	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Activos netos denominados en euros	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	5.766,7	(-326,6)	5.986,4	(-38,5)	5.546,8	(-439,6)	6.093,4	(-477,6)
Operaciones de mercado abierto	5.766,6	(-326,7)	5.986,3	(-38,5)	5.546,7	(-439,6)	6.093,3	(-477,6)
Operaciones de crédito	897,5	(-274,7)	1.102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1.172,3	(-454,5)
OPF	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
OFPLM a tres meses	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Operaciones TLTRO III	887,5	(-281,1)	1.098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1.168,6	(-453,3)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.869,1	(-51,9)	4.884,1	(-21,5)	4.853,8	(-30,4)	4.921,0	(-23,1)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «OFPLM» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo.

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	1.836,9	(-189,8)	1.843,2	(-168,6)	1.830,3	(-12,9)	2.026,6	(-220,4)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.671,9	(-189,4)	1.678,4	(-167,6)	1.665,2	(-13,2)	1.861,3	(-218,3)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.933,3	(-133,4)	4.143,1	(+130,2)	3.718,3	(-424,8)	4.066,7	(-257,2)

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: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023				Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023			
	Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer período de mantenimiento		Segundo período de mantenimiento	
OPF	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Facilidad marginal de crédito	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Facilidad de depósito	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

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

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 326,6 mm de euros, hasta un importe de 5.766,7 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a la contracción de las operaciones de crédito.

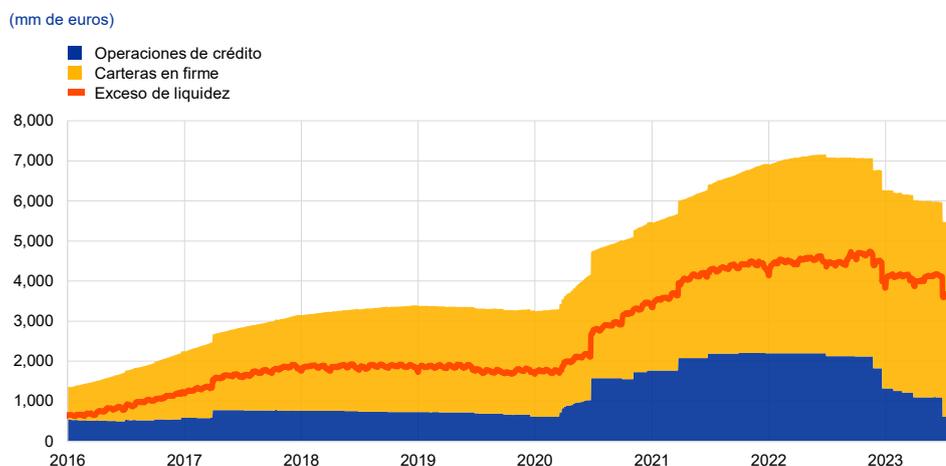
**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 274,7 mm de euros durante el período de referencia.** Esta disminución refleja en gran medida la caída de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la cuarta operación de las TLTRO III (476,8 mm de euros) y a los reembolsos anticipados por parte de las entidades de crédito de la financiación obtenida en otras TLTRO (29,5 mm de euros) el 28 de junio en el cuarto período de mantenimiento. Al mismo tiempo, los saldos vivos de las operaciones de financiación convencionales del Eurosistema (OPF y OFPML a tres meses) se incrementaron ligeramente en el cuarto período de mantenimiento.

**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme se redujo en 51,9 mm de euros durante el período de referencia.** Las compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) finalizaron a finales de marzo de 2022, y desde entonces el Eurosistema ha reinvertido íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que han ido venciendo. En cuanto al APP, en línea con la decisión del Consejo de Gobierno, las reinversiones del principal de los valores que fueron venciendo disminuyeron, en promedio, en 15 mm de euros mensuales hasta el final de junio y finalizaron por completo el 1 de julio<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Los valores mantenidos en la cartera 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.

## 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 1 de agosto de 2023.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez disminuyó en 467,8 mm de euros, desde los 4.114 mm de euros registrados el último día del período de referencia anterior, y se situó en un importe de 3.646,1 mm de euros el 1 de agosto, último día del período de referencia actual.** El exceso medio de liquidez se redujo en 133,4 mm de euros en el período analizado, hasta un importe de 3.933,3 mm de euros. El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósitos 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. Tras el pico de 748 mm de euros alcanzado en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha ido disminuyendo progresivamente, sobre todo debido a los vencimientos y los reembolsos anticipados de las TLTRO III, neto de los efectos de los factores autónomos.

## Evolución de los tipos de interés

**El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) aumentó en 51 puntos básicos, desde el 2,894 % el 9 de mayo —último día del período de referencia anterior— hasta el 3,404 % el 1 de agosto<sup>3</sup> —último día del período de referencia actual—, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.**

La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales de mayo y junio de 2023 a los tipos de interés del mercado monetario a un día sin garantía fue completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 10,1 puntos básicos por debajo del tipo

<sup>3</sup> El tipo de interés a 1 de agosto también estaba influido por los efectos de fin de mes de julio.

de la facilidad de depósito durante el período de referencia actual, como sucedió en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2023.

**El tipo *repo* de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de 55,7 puntos básicos y pasó del 2,881 % el 9 de mayo al 3,438 % el 1 de agosto (véase nota 3 al pie de página).** La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las operaciones con garantía del mercado monetario fue también inmediata y completa. El mercado de *repos* siguió funcionando ordenadamente debido a varios factores, como las mayores emisiones netas efectuadas desde el principio del año y la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las operaciones TLTRO que fueron venciendo, así como la disminución de los saldos vivos de valores mantenidos en el marco del APP.

## La remuneración del capital de las entidades de crédito e implicaciones para la política monetaria

Cyril Couaillier, Maria Dimou y Conor Parle

**Las entidades de crédito remuneran (o, lo que es lo mismo, retribuyen o distribuyen) capital a los accionistas mediante el reparto de dividendos o la recompra de acciones, lo que tiene implicaciones ambiguas para la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario.** Por un lado, las distribuciones de capital pueden ser beneficiosas para la transmisión monetaria a largo plazo, al hacer que los bancos resulten atractivos para los inversores. En primer lugar, una distribución de capital señala la confianza de la dirección de la entidad en la corriente de beneficios esperada o la apreciación de que el precio actual de sus acciones está infravalorado. En segundo lugar, los repartos de dividendos permiten a los accionistas tener más control sobre el efectivo generado por el banco y beneficiarse de los pagos correspondientes, en lugar de mantenerlo en su totalidad a disposición de la dirección. A través de estas dos vías, la distribución de capital puede ser indicativa de la solvencia de un banco para los inversores en acciones y se traduce en un menor coste del capital para la entidad, lo que facilita el recurso a los mercados financieros. En última instancia, un menor coste del capital puede respaldar la salud financiera de las entidades de crédito, manteniendo su capacidad para transmitir correctamente la política monetaria. Por otra parte, las distribuciones de capital, *ceteris paribus*, reducen sus ratios de capital. Estas distribuciones podrían ser una manifestación de debilidad económica pasada o futura, ya que los bancos pueden distribuir capital que no tuvieron la oportunidad de utilizar para satisfacer la demanda de préstamos para inversiones y que no anticipan necesitar para tal fin. Por tanto, las distribuciones serían coherentes con la transmisión del endurecimiento de la política monetaria. Además, la menor capacidad de intermediación también se trasladaría a la transmisión de una política monetaria más restrictiva a través del canal bancario, dado que la reducción de los colchones de capital contribuiría al endurecimiento de las condiciones crediticias. Sin embargo, en particular en tiempos de incertidumbre, una remuneración del capital en forma de dividendos o mediante recompra de acciones (*payout*, por su término en inglés) que sea excesiva o se lleve a cabo en un momento poco oportuno puede amplificar las tensiones y obstaculizar la correcta transmisión de la política monetaria en una situación en la que el sistema financiero se ha visto afectado por una perturbación<sup>1</sup>. En algunas circunstancias, esto puede aumentar la propensión del sistema financiero al riesgo de inestabilidad financiera. En consecuencia, las entidades de crédito deben aplicar políticas de *payout* prudentes.

**Desde que terminó la fase más aguda de la pandemia y se puso fin a la recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE de restringir los *payouts*,**

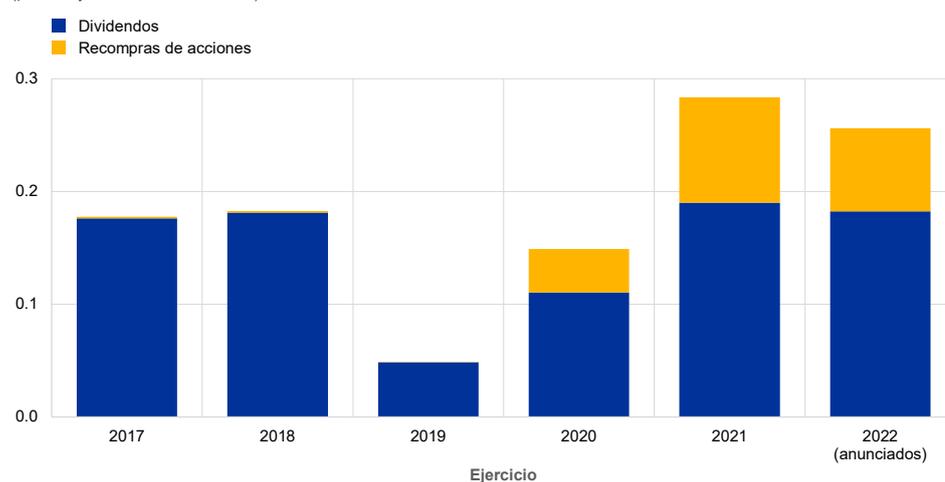
<sup>1</sup> Por ejemplo, las recompras de acciones podrían deberse a que la retribución de los consejeros delegados esté ligada al precio de las acciones. Una remuneración del capital que no responda a fundamentos económicos podría reducir la capacidad de intermediación bancaria.

**las entidades de crédito de la zona del euro han retribuido capital a un ritmo acelerado, especialmente a través de importantes programas de recompra de acciones (gráfico A), recuperando las distribuciones no realizadas en años anteriores.** Una nueva base de datos de dividendos y de recompras de acciones a nivel de cada entidad de crédito de la zona del euro, extraídos de los informes anuales, arroja luz sobre la dinámica de los *payouts*. Estos datos permiten examinar los *payouts* previstos para el ejercicio 2022 (es decir, aquellos que se prevé pagar en 2023) y evaluar su evolución a nivel tanto micro- como macroeconómico. La recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE de marzo de 2020 de interrumpir el reparto de dividendos durante la pandemia provocó una fuerte caída de las distribuciones de capital ese año, ya que muchas entidades cancelaron el reparto que habían previsto realizar de los beneficios de 2019 (gráfico A). En diciembre de 2020, esta recomendación se modificó para pedir a los bancos que se abstuvieran de repartir dividendos o que los limitaran. Desde que se puso fin a esta última recomendación en septiembre de 2021, las entidades de la zona del euro reanudaron sus *payouts*, con volúmenes mayores que en los años anteriores a la pandemia, pero sin llegar a los niveles que se habían previsto para los ejercicios 2020 y 2021. Aunque los dividendos se sitúan ligeramente por encima del nivel previo a la pandemia, la mayor parte del aumento de los *payouts* se debe a la recompra de acciones. Estas recompras representan el 33 % de los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2021 y el 29 % de los *payouts* previstos de los beneficios de 2022 (barras amarillas del gráfico A), mientras que entre 2017 y 2019 fueron prácticamente inexistentes.

### Gráfico A

#### Reparto de dividendos y recompras de acciones en porcentaje de los activos totales

(porcentajes de los activos totales)

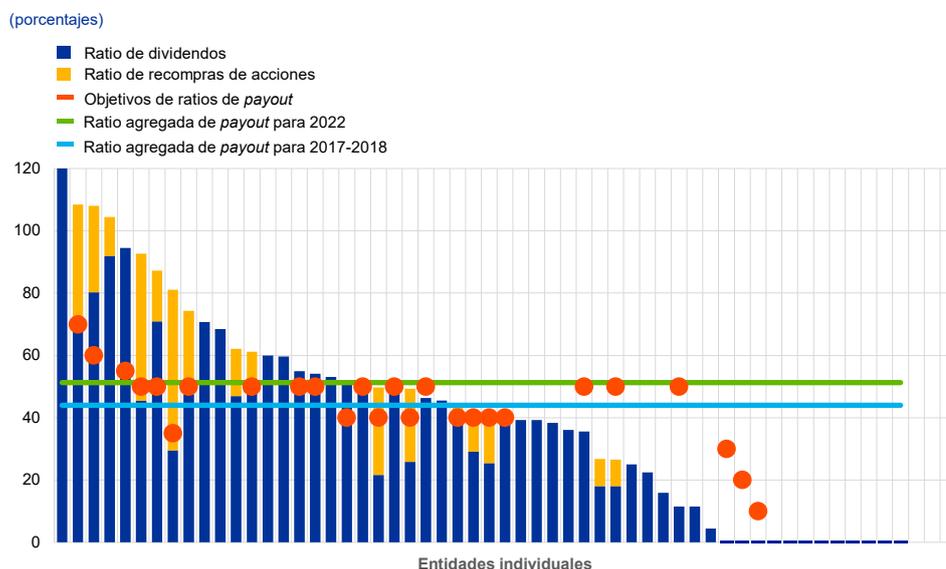


Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el valor anual agregado de los pagos de dividendos y las recompras de acciones para su amortización para una muestra de 57 entidades de crédito de la zona del euro ponderado por la suma de las medias de los activos totales de cada año de cada entidad. Cuando no se dispone de datos correspondientes a un ejercicio determinado, se utilizan los activos totales del ejercicio siguiente. Los valores se extraen de los informes anuales de cada entidad y representan la suma de los pagos a cuenta realizados antes del cierre del ejercicio y los pagos definitivos efectuados tras el cierre del ejercicio, y ambos tipos de pagos están relacionados con los beneficios del ejercicio de referencia. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023).

## Gráfico B

### Ratios de *payout* correspondientes a los beneficios de 2022 y objetivos mínimos de ratios de *payout* de cada entidad



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE. Notas: El gráfico muestra el total de recompras y dividendos por los beneficios atribuibles al ejercicio 2022 en porcentaje del beneficio neto de cada entidad en dicho ejercicio. La barra que está más a la izquierda representa una ratio total del 350 % en un banco que realizó un pago extraordinario en 2023 correspondiente al ejercicio 2022. Los puntos muestran los objetivos mínimos de ratios de *payout* relativos a una submuestra de entidades para las que se publican dichos objetivos. Las líneas continuas de color verde y azul claro muestran las ratios agregadas de *payout* (definidas como la suma de los *payouts* totales divididos por la suma de los beneficios netos de todas las entidades de crédito de la muestra) correspondientes a 2022 y 2017-2018, respectivamente. No se incluye el período 2019-2021, ya que se vio afectado, al menos en parte, por la pandemia. Las barras pequeñas de la parte derecha, iguales a cero, corresponden a las entidades que no preveían reparto de dividendos ni recompras de acciones para el ejercicio 2022 en el momento del análisis. Todas las ratios se refieren a la distribución de los beneficios de 2022 (que se pagan en 2023).

**El volumen de los *payouts* varía sustancialmente de una entidad a otra, tanto en lo que se refiere al *payout* total como a la importancia de las recompras extraordinarias de acciones (gráfico B), al tiempo que los planes declarados por las entidades sugieren que es probable un nuevo aumento de los dividendos.** En términos agregados, una muestra de entidades de crédito cotizadas de la zona del euro ha distribuido o tiene la intención de distribuir aproximadamente el 50 % de sus beneficios totales correspondientes a 2022 en forma de dividendos y de recompras de acciones (línea continua verde del gráfico B), un porcentaje muy superior a la ratio agregada de *payout* del 44 % para los ejercicios 2017 y 2018 (los dos últimos ejercicios que no se vieron afectados por la pandemia, línea continua azul claro del gráfico B), pero que es coherente en líneas generales con una recuperación de las distribuciones no realizadas en años anteriores<sup>2</sup>. Sin embargo, los volúmenes agregados ocultan diferencias considerables entre unas entidades y otras, especialmente en lo que respecta a la recompra de acciones (barras amarillas del gráfico B). Los motivos aducidos para estas recompras son dispares: algunas

<sup>2</sup> La ratio de *payout* correspondiente a los beneficios de 2019 fue baja a raíz de la recomendación del BCE y fue seguida de una ratio correspondiente a los beneficios de 2020 considerablemente más elevada, al reanudarse en cierta medida las distribuciones. La ratio de *payout* combinada para 2019 y 2020 fue acorde, en líneas generales, con las cifras anteriores a la pandemia, lo que sugiere un cierto grado de recuperación.

tienen un componente estructural, pero la mayoría son de carácter extraordinario<sup>3</sup>, como sugiere, por ejemplo, el hecho de que las diferencias entre los ratios de *payout* efectivos y los objetivos de ratios de *payout* extraídos de los informes públicos de las entidades corresponden en su mayor parte a recompras de acciones. La mayoría de los bancos fijan objetivos de ratios de *payout* de entre el 40 % y el 60 %, mientras que otros tienen ratios muy inferiores si están restituyendo capital tras períodos de tensión, como la crisis financiera mundial y la crisis de deuda soberana (puntos naranjas del gráfico B). Además, pese al aumento de los dividendos en comparación con el período anterior a la pandemia, muchas entidades continúan por debajo de sus objetivos o no reparten dividendos en absoluto. Es posible que las entidades de crédito que tengan un capital disponible más limitado u otras restricciones regulatorias incrementen los dividendos a medida que su situación se normalice y se intensifique la presión procedente de entidades similares, lo que se traducirá en un nuevo ascenso de los dividendos agregados en el futuro.

**Las entidades de crédito suelen distribuir más capital cuando son más rentables y tienen una mayor calidad de los activos (medida por los ratios de préstamos dudosos) y más liquidez, y también tienden a suavizar las distribuciones a lo largo del tiempo, como refleja la distribución retardada (gráfico C).** Estas correlaciones se ven confirmadas por un análisis econométrico plurianual que indica que la rentabilidad por *payout* de las entidades (es decir, retribución total en porcentaje de los recursos propios) está determinada por sus retardos propios y por la rentabilidad de los recursos propios (ROE) y la ratio de préstamos dudosos (NPL) de las entidades (gráfico D), en consonancia con la literatura<sup>4</sup>. Según las estimaciones, cada punto porcentual adicional de ROE para el sector bancario en su conjunto se traduce en 2 mm de euros más de beneficios repartidos. Es probable que el aumento de los márgenes de intereses de las entidades de crédito en el contexto del endurecimiento de la política monetaria desde mediados de 2022 haya contribuido positivamente a las distribuciones de capital de las entidades hasta la fecha. Al mismo tiempo, el impacto del endurecimiento probablemente reducirá la rentabilidad con el tiempo, a medida que el crecimiento de los préstamos se contraiga, el riesgo de crédito se incremente y los tipos de los depósitos suban, limitando el margen para *payouts* adicionales. Además, el análisis también sugiere que, en las entidades con mejores posiciones de liquidez, reflejada por la ratio de cobertura de liquidez (LCR), los *payouts* son también mayores. En conjunto, parece que las entidades de crédito que más

<sup>3</sup> Los informes anuales de algunas entidades vinculan las recompras excepcionales de acciones a la venta de filiales. Otras entidades indican que el objetivo directo es reducir el exceso de capital con el fin de mantener una estructura de capital eficiente, o incluyen las recompras de acciones en el marco de las políticas normales de *payout*.

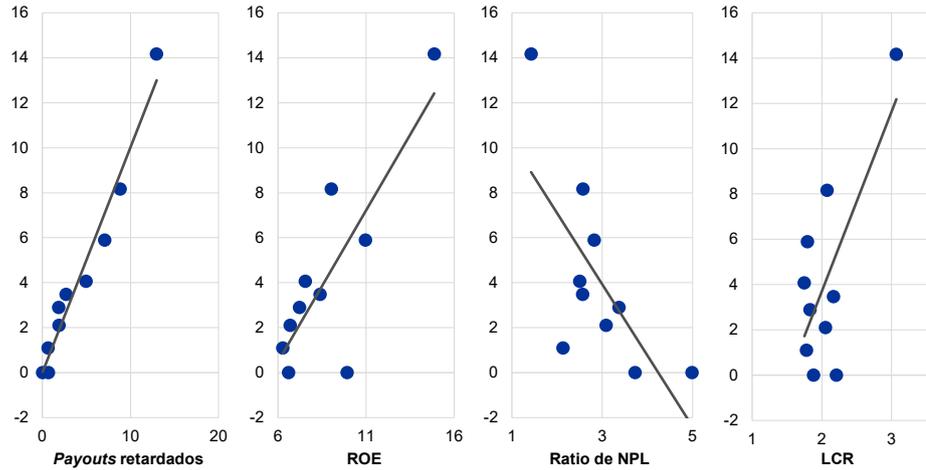
<sup>4</sup> Véanse, entre otros, M. Belloni, M. Grodzicki y M. Jarmuzek, «Why European banks adjust their dividend payouts?», *Working Paper Series*, n.º 2765, BCE, enero de 2023; J. Theis y A. S. Dutta, «Explanatory factors of bank dividend policy: revisited», *Managerial Finance*, vol. 35, número 6, 2009; y R. N. Dickens, K. M. Casey y J. A. Newman, «Bank Dividend Policy: Explanatory Factors», *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, n.º 1/2, 2002, pp. 3-12.

dividendos han repartido en los últimos años han sido las que se encontraban en la posición más sólida para hacerlo<sup>5</sup>.

### Gráfico C

*Payouts* correspondientes a los beneficios de 2022 frente al retardo propio, el ROE, la ratio de NPL y la LCR

(eje de abscisas: porcentaje de los recursos propios [primer y segundo panel], porcentaje de los préstamos [tercer panel] y ratio de cobertura de liquidez [cuarto panel]; eje de ordenadas: porcentaje de los recursos propios)



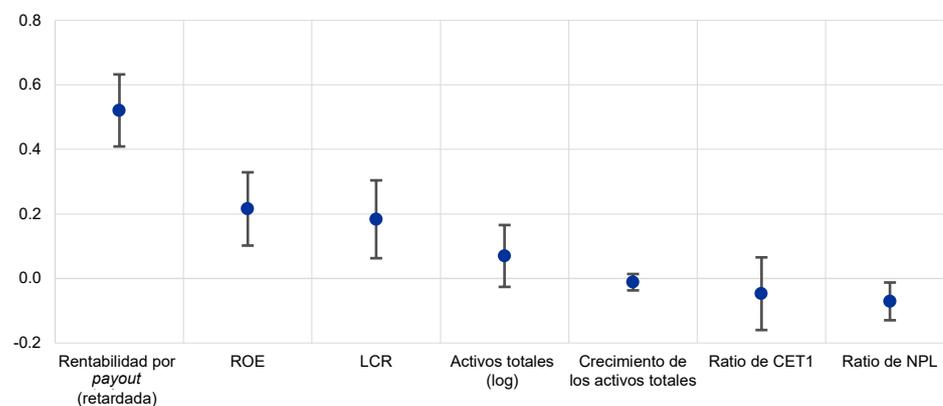
Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE.  
 Notas: El gráfico muestra los deciles de la distribución de la rentabilidad anual por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) comparados con sus retardos propios (primer panel) y con los valores retardados del ROE (segundo panel), la ratio de NPL (tercer panel) y la LCR (cuarto panel). El ROE, la LCR y la ratio de NPL presentan un retardo de un año.

<sup>5</sup> Además, otros cálculos muestran que la relación entre los *payouts* y el capital disponible también responde al hecho de que, para la muestra de entidades que anuncian su objetivo de ratio de capital a los inversores, las entidades con un mayor exceso de capital reparten más beneficios.

## Gráfico D

Coeficientes de regresión que explican la rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2016 a 2022

(coeficientes de regresión que muestran el impacto de 1 punto porcentual de rentabilidad por *payout* retardada, ROE, LCR, crecimiento de los activos totales, ratio de CET1 y ratio de NPL, y 1 unidad del logaritmo de los activos totales, sobre la rentabilidad por *payout* en puntos porcentuales)



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE. Notas: El gráfico muestra los coeficientes de regresión de la rentabilidad anual por *payout* de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) sobre su retardo propio y los valores retardados del ROE, la LCR, el tamaño del banco (el logaritmo de los activos totales), la tasa de crecimiento anual de los activos totales, la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) y la ratio de NPL. Las regresiones también incluyen efectos fijos de año. Las variables explicativas presentan un retardo de un año. Las variables están ponderadas (media de cero y error estándar de 1). Las barras de error representan intervalos de confianza del 90 %. Los errores estándar están clusterizados por entidad. El período de la muestra abarca los ejercicios 2016 a 2022, excluido el ejercicio 2019 debido a la recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE relativa a los dividendos y las recompras de acciones. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023). Los resultados se refieren a una muestra de 57 entidades de crédito de la zona del euro.

**Aunque los recientes *payouts* han tenido un efecto señalizador positivo en los mercados financieros, el aumento de los compromisos en esta materia se ha asociado a un descenso de la oferta de crédito bancario y a la subida de los tipos de interés de los préstamos, lo que posiblemente haya contribuido, hasta el momento, a la transmisión del impulso más restrictivo de la política monetaria.** Las entidades de crédito que anunciaron una mayor rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 experimentaron un incremento menor del coste del capital durante el episodio de turbulencias en los mercados financieros de marzo de 2023 (gráfico E). Esto podría deberse al hecho de que las mayores distribuciones de beneficios fueron realizadas por las entidades con mejores resultados financieros, pero también, en cierta medida, a un efecto señalizador. Este efecto sería coherente con los resultados de otros trabajos recientes y sugiere que los mayores *payouts* anunciados en los últimos años podrían respaldar la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en épocas de tensión<sup>6</sup>. Al mismo tiempo, hay cierta evidencia provisional de que existe una relación negativa entre los *payouts* previamente anunciados y la oferta de crédito desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Sobre la base de datos granulares de la central de información de riesgos por crédito a empresas de la zona del euro (AnaCredit), controlando por la demanda de préstamos y otros factores distorsionadores, los dividendos sobre los beneficios de 2021 (pagados en 2022) parecen estar relacionados negativamente con el crecimiento del crédito y positivamente con los tipos de interés de los préstamos

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «Dividend payouts and share buybacks of global banks», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020.

bancarios en 2022, lo que sugiere una menor oferta de crédito en 2022 para las entidades con ratios de dividendo más elevadas (gráfico F). Del mismo modo, los *payouts* anunciados correspondientes al ejercicio 2022 también muestran un vínculo negativo con la oferta de crédito de las entidades en 2022, lo que indica que los bancos planificaron su *payout* sobre la base de los beneficios preliminares del ejercicio transcurrido hasta la fecha y de las proyecciones de beneficios al cierre del ejercicio, y calibraron sus decisiones de concesión de préstamos y, de manera más general, sus decisiones de gestión de activos y pasivos a lo largo de 2022 teniendo en cuenta sus planes de repartir dividendos en el ejercicio siguiente en función de los ingresos de 2022<sup>7</sup>. De acuerdo con las estimaciones, el hecho de que los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2022 supusieran una rentabilidad por *payout* en torno a 1 punto porcentual superior a los niveles anteriores a la pandemia estaría asociado a un descenso de alrededor del 1 % en los volúmenes de préstamos, aunque esta correlación también podría captar factores relacionados con la desaceleración general del crecimiento de los préstamos en el marco del endurecimiento de la política monetaria. El ejercicio 2022 coincidió con la primera fase del ciclo de endurecimiento, lo que podría haber alentado a las entidades a restringir la oferta de crédito para distribuir capital cuando era viable hacerlo desde el punto de vista de la rentabilidad. Por lo tanto, es importante realizar un seguimiento de los *payouts* en el contexto de la interacción entre estos y el mecanismo de transmisión de la política monetaria en los próximos años.

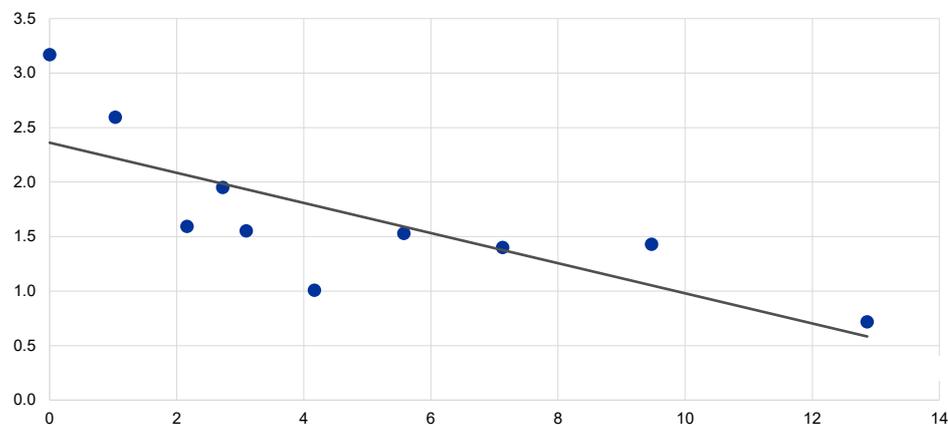
---

<sup>7</sup> Esto está en línea con la citada tendencia de las entidades de crédito a suavizar sus dividendos a lo largo del tiempo. Algunas anuncian objetivos de *payouts* para varios años, lo que significa que comienzan un nuevo año sabiendo del objetivo de dividendo para el ejercicio, incluso considerando la incertidumbre en torno a los resultados al cierre del año. La regresión de la oferta de crédito para 2022 sobre los dividendos y otros *payouts* correspondientes a los beneficios de 2022 puede dar lugar a una causalidad inversa. Sin embargo, el sesgo sería conservador, ya que un aumento de los beneficios debido al incremento de los préstamos daría lugar a mayores dividendos. Por tanto, los coeficientes estimados de este modo son probablemente un límite inferior. Este sesgo conservador se acentuaría, pues es más probable que los beneficios en 2021 se hayan visto afectados por la recuperación de los *payouts* tras la pandemia, lo que debería inclinar aún más el coeficiente hacia cero en dicha especificación.

### Gráfico E

#### Variación del coste del capital de las entidades de crédito entre febrero y marzo de 2023 y rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022

(eje de abscisas: rentabilidad por *payout* [puntos porcentuales]; eje de ordenadas: variación del coste del capital [porcentajes])



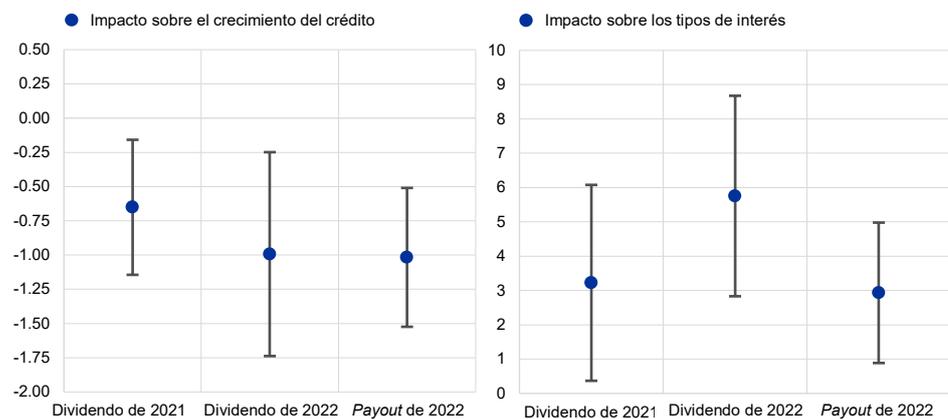
Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, Bloomberg, Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra, en el eje de abscisas, los deciles de la distribución de la rentabilidad anual por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) y, en el eje de ordenadas, la variación del coste del capital de las entidades entre febrero y marzo de 2023. El coste del capital es una media entre diez estimaciones basadas en modelos (disponibles a nivel de cada banco) según C. Altavilla *et al.*, «Measuring the cost of equity of euro area banks», *Occasional Paper Series*, n.º 254, BCE, enero de 2021. La línea continua muestra la línea que mejor se ajusta a la relación de dispersión.

### Gráfico F

#### Impacto de los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2021 y 2022 sobre el crecimiento del crédito y los tipos de interés en 2022

(coeficientes de regresión que muestran el impacto de 1 punto porcentual de rentabilidad por dividendo o por *payout* sobre el crecimiento del crédito en puntos porcentuales y tipos de interés en puntos básicos)



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de la regresión del crecimiento del crédito y la variación de los tipos de interés de cada banco en 2022 sobre la rentabilidad anual por dividendo correspondiente a los beneficios de 2021 y 2022 de las entidades de crédito (dividendos divididos por el valor contable de los recursos propios), así como la rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios). Las variables de control son el ROE, la LCR, el margen de CET1 por encima de los requerimientos de capital, la tasa de crecimiento anual de los activos totales, el tamaño del banco (el logaritmo de los activos totales), la ratio de NPL y los efectos fijos de empresa. Las variables explicativas presentan un retardo de un año. Las barras de error representan intervalos de confianza del 90 %. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023).

## 8 El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero quince años después de la gran crisis financiera

Marien Ferdinandusse y Benoit Lichtenauer

**Durante y después de la crisis financiera global, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro prestaron apoyo a instituciones financieras concretas para salvaguardar la estabilidad financiera**<sup>1</sup>. Las intervenciones incluyeron medidas como inyecciones de capital, la nacionalización de bancos, la adquisición de activos deteriorados a través de entidades financieras específicas (conocidas como «bancos malos») y la concesión de préstamos. En este recuadro se examina el impacto directo de las ayudas en las finanzas públicas de la zona del euro, que es todavía visible quince años después y puede resumirse de la siguiente manera:

- Las medidas que supusieron una clara pérdida económica para el Estado se clasifican como transferencias de capital, lo que aumenta el déficit presupuestario.
- Cuando el Estado recibió acciones de un banco o valores representativos de deuda considerados de valor equivalente a la inyección de capital realizada, la medida de apoyo se considera una transacción financiera, lo que afecta a la deuda bruta de las Administraciones Públicas, pero no al déficit.
- En los casos en los que el Estado emitió garantías para apoyar al sector financiero, estas representan pasivos contingentes, que solo afectan a las finanzas públicas si se ejecutan.

**El impacto de las medidas de apoyo financiero aplicadas durante la gran crisis financiera ha disminuido considerablemente, pero estas siguen afectando a las finanzas públicas en la actualidad.** Para el conjunto de la zona del euro, las medidas de apoyo financiero adoptadas desde 2007 incrementaron la deuda pública hasta 2012, cuando alcanzaron su impacto máximo de más de 6 puntos

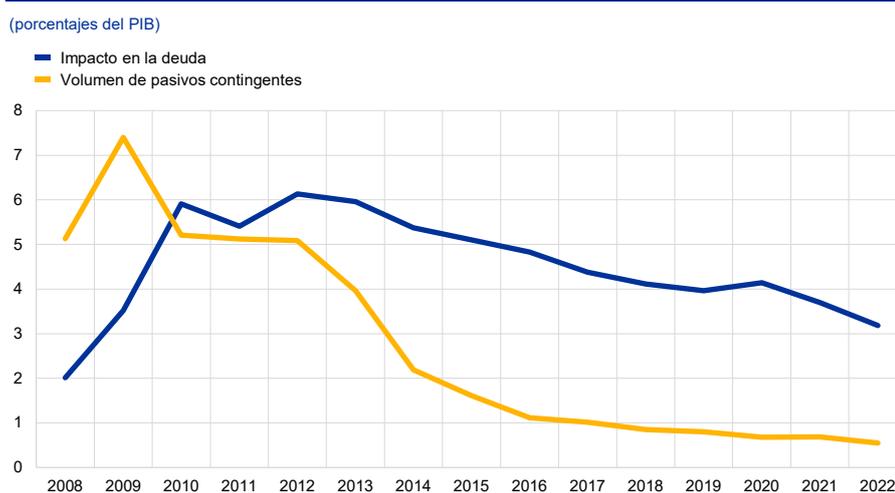
<sup>1</sup> Para obtener una descripción de la crisis financiera y de las medidas fiscales y financieras adoptadas, véanse «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2010, y «Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, Frankfurt am Main, julio de 2010.

Para más información sobre la clasificación estadística de las medidas de apoyo y su impacto sobre las finanzas públicas, véanse el artículo titulado «The fiscal impact of financial sector support during the crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015; «Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact», *Statistics Paper Series*, n.º 7, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2015, y el recuadro titulado «El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero: situación una década después de la crisis financiera», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018. La normativa relativa a las cuentas nacionales aplicable al registro estadístico del apoyo prestado a instituciones financieras se ha revisado a lo largo del tiempo. En consecuencia, el impacto histórico de las intervenciones públicas en ocasiones ha cambiado considerablemente con respecto a estas publicaciones anteriores. Desde que Eurostat publicó en 2009 la primera decisión sobre el registro estadístico de las intervenciones públicas en apoyo de las instituciones financieras, la normativa se ha seguido revisando hasta hace muy poco (véase el capítulo 4.5 actualizado, que se titula «Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures», en la edición de 2022 del *Manual on Government Deficit and Debt* [manual sobre el déficit público y la deuda pública], publicado recientemente).

porcentuales del PIB (gráfico A). Desde entonces, el efecto en la deuda se ha reducido porque los Gobiernos han podido vender las participaciones que adquirieron en entidades de crédito durante la crisis y desprenderse de los activos (principalmente préstamos dudosos) mantenidos por los bancos malos. Sin embargo, la deuda pública de la zona del euro seguía siendo más del 3 % del PIB más elevada en 2022, como consecuencia del apoyo al sector financiero, mientras que las garantías pendientes ascendían a alrededor del 0,5 % del PIB (gráfico A). La financiación del respaldo al sector financiero incluía valores representativos de deuda (algo más de la mitad), préstamos (el 17,7 %) y otros pasivos de entidades de las Administraciones Públicas (el 28,8 %)<sup>2</sup>. La última categoría está principalmente integrada por la deuda de: i) bancos nacionalizados y reclasificados en el sector de Administraciones Públicas y ii) bancos malos.

### Gráfico A

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en la deuda de la zona del euro y posible impacto en la deuda derivado de los pasivos contingentes vivos, 2008-2022



Fuente: Eurostat.

Notas: Los pasivos de las Administraciones Públicas resultantes de las medidas de apoyo al sector financiero afectan a la deuda observable. Los pasivos contingentes son obligaciones en forma de garantías explícitas que no tienen ningún efecto sobre las cuentas públicas (aparte de los ingresos procedentes de las comisiones de las garantías) a menos o hasta que se produzca un acontecimiento concreto en el futuro.

**Las medidas de apoyo han incrementado el déficit público de la zona del euro cada año transcurrido desde la crisis financiera, pero el impacto ha pasado a ser muy reducido en los últimos años** (gráfico B). En algunos de los primeros años, el impacto en el déficit se debió principalmente a las elevadas transferencias de capital. En años posteriores, el gasto relacionado con el apoyo —que incluye principalmente los intereses a pagar y, en menor medida, las transferencias de

<sup>2</sup> Para consultar información más detallada, véase la nota explicativa ([background note](#)) de Eurostat de abril de 2023 sobre las intervenciones públicas en apoyo de las instituciones financieras.

capital— ha sido mayor que los ingresos asociados, que abarcan, sobre todo, los intereses y dividendos recibidos<sup>3</sup>.

### Gráfico B

#### Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit de la zona del euro

(porcentajes del PIB)



Fuente: Eurostat.

### El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero varía

**notablemente de un país a otro dentro de la zona del euro.** Los países que no adoptaron medidas, o casi ninguna, fueron pocos, mientras que el impacto máximo en la ratio de deuda sobre el PIB alcanzó un nivel próximo o superior al 10 % en diez países de la zona, entre ellos Alemania, Países Bajos, Letonia, Austria, Eslovenia, los cuatro países de la zona que necesitaron un programa de ajuste de la UE/Fondo Monetario Internacional (FMI) —Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal—, y España<sup>4</sup>, que solicitó asistencia financiera en 2012 en el marco de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad. El impacto en la deuda de los beneficiarios de los programas de ajuste de la UE/FMI todavía era de más de 10 puntos porcentuales en 2022 y en algunos casos muy superior (gráfico C)<sup>5</sup>.

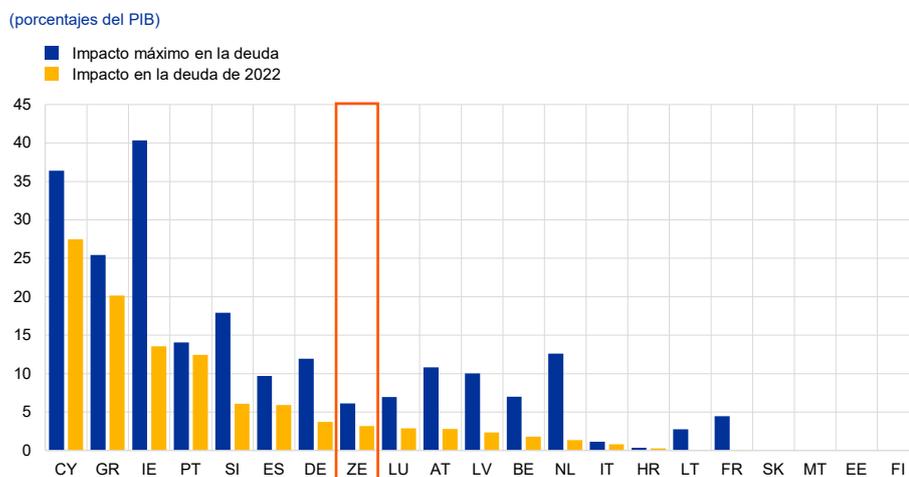
<sup>3</sup> A este respecto, el impacto fiscal de las medidas de apoyo a la energía en la zona del euro durante los dos primeros años de la crisis energética constituye una comparación valiosa. El apoyo al sector financiero entre 2008 y 2022 tuvo un impacto neto acumulado sobre el déficit de la zona del euro de alrededor del 2,6 % del PIB de 2022, mientras que el impacto neto de las medidas de apoyo a la energía en los dos primeros años de la crisis energética (2021-2022) se situó en torno al 1,9 % del PIB. Véase también el recuadro titulado «[Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

<sup>4</sup> En España, el impacto sobre la deuda pública derivado del apoyo público al sector financiero se revisó considerablemente en 2021 (incluidos los datos de años anteriores) cuando la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) se reclasificó en el sector de Administraciones Públicas con carácter retroactivo desde su creación en 2012. Para más información, véase la [comunicación](#) de Eurostat del 16 de febrero de 2021 dirigida al Instituto Nacional de Estadística sobre la clasificación sectorial de la Sareb.

<sup>5</sup> En Irlanda, el impacto en la deuda se mide mejor como porcentaje de la renta nacional bruta modificada (RNB\*) que como porcentaje del PIB, debido a cómo afectan al PIB las operaciones fiscales de las empresas multinacionales. El efecto en la deuda derivado del apoyo al sector financiero alcanzó un máximo del 53 % de la RNB\* en 2013, mientras que en 2022 fue del 25 %.

### Gráfico C

#### Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en la deuda bruta de las Administraciones Públicas



Fuente: Eurostat.

Notas: El gráfico muestra los pasivos máximos de las Administraciones Públicas expresados como porcentaje del PIB durante el período 2007-2022 y en 2022. Los países se clasifican según el valor de 2022.

**El impacto directo persistente de las medidas de apoyo al sector financiero sobre las finanzas públicas que se muestra en este recuadro constituye solo una parte de los costes económicos totales de una crisis financiera.** Estos costes también se han materializado en forma de pérdida de producción y de aumento del desempleo. Asimismo, en algunos países la evolución adversa del sector financiero y la de las finanzas públicas se reforzaron mutuamente, lo que impulsó al alza los costes de la financiación de la deuda soberana y agravó la crisis financiera y económica. El resultado fue un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB que no está incluido en las estimaciones de este recuadro. Todos estos factores ilustran la importancia de disponer del marco institucional necesario para evitar episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera y para mitigar su coste si estos se materializan. Desde la gran crisis financiera, la UE ha emprendido reformas para mejorar la supervisión del sector financiero, la resolución ordenada de las instituciones financieras inviables, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la resiliencia de los deudores soberanos, por ejemplo, creando el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Consejo Fiscal Europeo<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Véanse los siguientes enlaces para más información sobre el [Mecanismo Único de Supervisión](#), el [Mecanismo Único de Resolución](#) y el [Consejo Fiscal Europeo](#).

# Artículos

## 1 La cuenta corriente de la zona del euro tras la pandemia y la perturbación energética

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

### Introducción

**En 2022, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit equivalente al 0,8 % del PIB de la zona del euro, frente a un superávit del 2,8 % en 2021, lo que supone un deterioro de 3,6 puntos porcentuales**<sup>1</sup>. Esta caída representó la mayor variación interanual de la balanza por cuenta corriente de la zona hasta la fecha, dado que la perturbación asociada al encarecimiento de la energía tras la invasión rusa de Ucrania que afectó a la relación real de intercambio provocó un empeoramiento notable de la balanza comercial de la zona del euro<sup>2</sup>. Desde la introducción de la moneda única en 1999, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha atravesado varias fases diferenciadas. Después de registrar un déficit a principios de la década de 2000, mantuvo una posición más o menos equilibrada hasta la crisis financiera global, cuando se debilitó de forma acusada y arrojó un déficit históricamente elevado, cercano al 2 % del PIB en 2008. Tras un período de consolidación, pasó a contabilizar superávits sostenidos entre 2013 y 2019, y posteriormente exhibió cierta volatilidad provocada por la pandemia ya en 2020 y en 2021<sup>3</sup>.

**Las variaciones de la balanza por cuenta corriente captan información que puede tener implicaciones para la ejecución de la política monetaria.** Por ejemplo, un descenso del saldo de la balanza por cuenta corriente debido a una escalada de los precios de importación y a un deterioro de la relación real de intercambio, como el observado en la reciente crisis energética, por un lado acentuará las presiones inflacionistas a través de una variación de los precios relativos. Por otro, también reducirá la demanda interna mediante la consiguiente disminución de la renta real, lo que con el tiempo conducirá a una corrección de dicho saldo y mitigará las citadas presiones. Esto tiene implicaciones importantes para la intensidad y la duración necesarias del endurecimiento de la política

<sup>1</sup> La balanza por cuenta corriente de la zona del euro muestra una evolución que está estrechamente relacionada con los desarrollos económicos en el exterior. Mide las transacciones entre residentes y no residentes en la zona del euro, y se compone de la balanza comercial de bienes y servicios, la renta neta procedente del exterior contabilizada como renta primaria (como intereses y dividendos) y las transferencias netas registradas como renta secundaria (como remesas y transferencias relacionadas con el presupuesto de la UE).

<sup>2</sup> La relación real de intercambio mide los precios de exportación con respecto a los precios de importación.

<sup>3</sup> Véase «Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro durante la pandemia», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

monetaria en respuesta a una perturbación que afecte a la relación real de intercambio.

En este artículo se presenta un análisis exhaustivo de los factores determinantes de la abrupta reducción del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro observada en 2022, considerando la evolución de sus distintos componentes y sus perspectivas de recuperación a partir de sus determinantes de medio plazo.

## Conclusiones

**Se espera que el acusado deterioro que experimentó la balanza por cuenta corriente en 2022 sea en gran medida transitorio.** La caída de los precios de la energía se ha plasmado en una mejora de la relación real de intercambio de la zona del euro a principios de 2023, y se prevé que siga mejorando ligeramente a medio plazo. Es probable que esta evolución, unida a la consolidación fiscal esperada, contribuya a un aumento del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro que, según las últimas proyecciones de los expertos del BCE, repuntaría hasta situarse en el 1,1 % del PIB de la zona del euro en 2023 y continuaría aumentando levemente hasta el 1,4 % y el 1,6 % del PIB en 2024 y 2025, respectivamente<sup>4</sup>.

**Con todo, es probable que la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se mantenga por debajo de los niveles previos a la pandemia.** Los precios de la energía probablemente continuarán siendo elevados a medio plazo hasta que se complete la transición ecológica. Al mismo tiempo, el considerable gasto público y privado necesario para ecologizar la economía, garantizar la seguridad del suministro energético y abordar la incertidumbre geopolítica deberían lastrar la capacidad de financiación de la zona del euro e impedir que la balanza por cuenta corriente vuelva a situarse en los niveles históricamente elevados, de en torno al 3 % del PIB, observados antes de la pandemia.

**El hecho de que el descenso acusado del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro obedeciera fundamentalmente al deterioro de la relación real de intercambio de los bienes energéticos tiene implicaciones para la política monetaria.** Un empeoramiento de la relación real de intercambio afecta también a la dinámica de la inflación a través de una caída de las rentas reales. El sustancial debilitamiento—y, hasta cierto punto, probablemente persistente— de esta relación conlleva una reducción de la riqueza por la disminución del valor actual de las rentas reales futuras, con efectos arrastre en la valoración de activos y el comportamiento del consumo. La evolución de la relación real de intercambio relacionada con la energía de la zona del euro se distingue claramente de la de Estados Unidos, dado que el saldo comercial energético de esta última economía está prácticamente equilibrado, gracias a su producción interna de energía a gran escala<sup>5</sup>. Por lo tanto, pese a la mejora reciente de la relación real de intercambio y de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, es probable

<sup>4</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#), septiembre de 2023.

<sup>5</sup> Véase P. R. Lane, «[Inflation Diagnostics](#)», *The ECB Blog*, 25 de noviembre de 2022.

que el déficit energético siga siendo un lastre a medio plazo para las rentas reales de la zona, con implicaciones para la demanda interna y, por consiguiente, para la inflación de la zona.

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

## 2 Efectos del cambio climático en el producto potencial

Miles Parker

### Introducción

**El cambio climático y las actuaciones emprendidas para afrontarlo transformarán profundamente la actividad económica en los próximos decenios.** La eliminación de las emisiones de carbono requiere modificar los hábitos de consumo de las personas y las formas de producción de las empresas. Si no se realizan suficientes avances en la reducción de las emisiones, las temperaturas medias y los niveles del mar aumentarán, y los fenómenos meteorológicos extremos serán más frecuentes e intensos<sup>1</sup>.

**En un enfoque empleado habitualmente para estimar el impacto económico del cambio climático se utilizan escenarios con sendas coherentes de emisiones de carbono y de condiciones climáticas**<sup>2</sup>. Aunque tales estimaciones dependen del escenario específico, la conclusión general es que la inacción en la mitigación del cambio climático es mucho más perjudicial para el producto potencial en el largo plazo que el impacto de la transición a una economía de cero emisiones netas. Con todo, la propia transición también puede reducir el producto potencial, en especial en el corto plazo. Unas políticas bien diseñadas, comunicadas y coordinadas pueden contribuir a paliar estos efectos negativos<sup>3</sup>.

**En este artículo se adopta un enfoque alternativo detallando los canales de impacto sobre el producto potencial a partir de la literatura existente y de trabajos en curso en el BCE.** Conocer estos canales puede ayudar a encauzar los debates sobre las políticas y a mejorar la modelización de los efectos económicos del cambio climático. En líneas generales, estos efectos pueden separarse en tres categorías:

- **cambio climático a largo plazo**, incluidos aumentos de las temperaturas medias, cambios en las precipitaciones, subidas del nivel del mar y medidas de adaptación aplicadas para reducir su impacto;
- **fenómenos meteorológicos y eventos climáticos extremos**, como sequías, olas de calor, incendios, temporales de viento e inundaciones, y

<sup>1</sup> Véase Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático, «[Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers](#)», Cambridge University Press, Cambridge y New York, 2022.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Network for Greening the Financial System, «[NGFS Scenarios for central banks and supervisors](#)», septiembre de 2022.

<sup>3</sup> En un análisis preliminar realizado por el grupo de expertos en productividad del Sistema Europeo de Bancos Centrales se llega a la conclusión de que la productividad del trabajo de la zona del euro descendería 0,5 puntos porcentuales más en un escenario de transición desordenada que en uno de transición ordenada.

- **transición a una economía de cero emisiones netas**, destacando, entre otros, el impacto de las políticas adoptadas para acelerar la transición, como los impuestos y la normativa sobre las emisiones de carbono.

## Conclusiones

**Es probable que el cambio climático y las actuaciones emprendidas para afrontarlo afecten al producto potencial de la zona del euro en los próximos decenios.** Los efectos van más allá de la destrucción de capital físico cuando se producen fenómenos extremos e incluyen los impactos en la oferta de trabajo y en el progreso tecnológico. Nuestro conocimiento de muchos de los canales descritos en este artículo sigue siendo imperfecto y mejorará notablemente con los trabajos de investigación que se realicen en el futuro. Los efectos de la pérdida de biodiversidad, en particular, han recibido escasa atención hasta ahora.

**Un reto importante para la política monetaria es el impacto sustancial y localizado del cambio climático en determinadas regiones o sectores, a diferencia de las perturbaciones macroeconómicas convencionales.** Los diferentes efectos entre países, en particular, pueden dificultar el funcionamiento de la política monetaria de la zona del euro. Estudios recientes han puesto de relieve que los vínculos de producción entre empresas pueden amplificar las perturbaciones<sup>4</sup>. Por consiguiente, la concentración de los impactos del cambio climático en determinados sectores o regiones puede afectar a la actividad agregada y a los precios mucho más de lo que sugeriría su peso en el producto y, en consecuencia, tener repercusiones para la política monetaria.

**Por último, la variedad de canales de impacto y la cantidad de obstáculos que deben superarse para que la transición ecológica sea un éxito ponen de manifiesto la necesidad de contar con un amplio abanico de políticas que complementen las políticas de fijación de precios del carbono.** La transición es una transformación estructural de la economía. Es fundamental aplicar políticas estructurales que favorezcan movimientos efectivos de capital y de mano de obra de unas actividades a otras, así como políticas que promuevan la innovación y la adopción generalizada de nuevas tecnologías. Al mismo tiempo, incluso si la transición es rápida y fluida, es probable que los efectos del cambio climático y de fenómenos meteorológicos extremos aumenten, lo que requiere desplegar medidas de adaptación como irrigación, aire acondicionado y seguros.

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

---

<sup>4</sup> Véanse, por ejemplo, D. Baqaee y E. Farhi, «[The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem](#)», *Econometrica*, vol. 87, número 4, 2019, pp. 1155-1203, y V. Guerrieri *et al.*, «[Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 5, 2022, pp. 1437-1474.

### 3 Décimo aniversario de la encuesta SESFOD: las condiciones de crédito en los mercados de financiación de valores y de derivados OTC denominados en euros desde 2013

Simon Kördel y Philippe Molitor

**Las condiciones de crédito son un componente esencial de las condiciones de financiación y son fundamentales para determinar el apetito de riesgo de los participantes en los mercados.** Las condiciones de financiación afectan a las decisiones de inversión de estos últimos. Unas condiciones de crédito más laxas pueden favorecer el aumento del apalancamiento y de la asunción de riesgos en el sistema financiero. Basándose en lo aprendido de la crisis financiera mundial, en marzo de 2013 el BCE puso en marcha la [encuesta sobre las condiciones de crédito en los mercados de financiación de valores y de derivados OTC denominados en euros \(SESFOD, por sus siglas en inglés\)](#), que realiza trimestralmente<sup>1</sup>.

**Las operaciones de financiación de valores son operaciones con garantía en las que se intercambian activos por efectivo.** En términos económicos, estas operaciones representan un préstamo que está garantizado por activos (por ejemplo, bonos o acciones). Las operaciones de financiación de valores engloban cuatro tipos de operaciones diferentes: cesiones temporales (*repos*), préstamos de valores, operaciones simultáneas de compra-retroventa (*buy/sell back transactions*) y operaciones de préstamo con reposición de la garantía (*margin lending*)<sup>2</sup>. Las operaciones *repo* denominadas en euros representan actualmente el mayor segmento del mercado monetario de la zona del euro y su saldo vivo ascendía a unos 2 billones de euros al final de 2022. Las operaciones con garantía se han vuelto más populares desde la crisis financiera como consecuencia de una mayor preferencia por mitigar el riesgo de contraparte mediante la aportación de garantías. Además de proporcionar financiación con garantía, las operaciones *repo* también permiten que los participantes en el mercado obtengan valores específicos. Por último, el segmento garantizado del mercado monetario desempeña un papel central en la aplicación y la transmisión de la política monetaria, al igual que el segmento no garantizado<sup>3</sup>.

**Los derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) son instrumentos financieros cuyo precio depende de un activo subyacente y que se negocian fuera de los mercados regulados.** Los derivados son contratos financieros vinculados a la fluctuación del precio de un activo subyacente o de una

<sup>1</sup> Véase el artículo monográfico titulado «[New ECB Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and Over-the-Counter Derivatives Markets \(SESFOD\)](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2013.

<sup>2</sup> Para consultar las definiciones, véase el artículo 3 del [Reglamento \(UE\) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento \(UE\) n.º 648/2012 \(DO L 337 de 23.12.2015, p. 1\)](#).

<sup>3</sup> Véase [Euro money market study 2022](#), BCE, abril de 2023.

cesta de activos (por ejemplo, instrumentos de tipo de interés, acciones o materias primas). Los derivados OTC —que se negocian a nivel privado y no en mercados organizados— representaron casi el 32 % de los mercados de derivados denominados en euros y su saldo vivo nominal bruto alcanzó un total de 41 billones de euros al final de 2022. Los derivados financieros se utilizan con fines de gestión de riesgos, cobertura, arbitraje entre mercados y especulación, entre otros<sup>4</sup>. Los derivados tienen un impacto significativo en la economía real, desde los préstamos hipotecarios hasta los precios de los alimentos.

**La encuesta SESFOD forma parte de una iniciativa internacional para recopilar información sobre las condiciones de crédito ofertadas por las entidades que operan en los mercados mayoristas.** Estos mercados son también vehículos importantes para el apalancamiento en el sistema financiero. La SESFOD arroja luz sobre los riesgos potenciales asociados a los mercados de financiación de valores y de derivados, al tiempo que es también una herramienta valiosa de seguimiento y de posible alerta temprana al identificar cambios significativos en las condiciones de crédito. Por último, la información sobre los cambios en el coste y la disponibilidad de financiación en los mercados mayoristas, y en los mercados de *repos* en particular, puede contribuir al análisis de la transmisión de la política monetaria y las condiciones de financiación interbancaria<sup>5</sup>.

**La SESFOD puede considerarse el homólogo en el ámbito de mercado de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>6</sup>.** El BCE lleva a cabo varias encuestas<sup>7</sup>, de las que tanto la SESFOD como la de préstamos bancarios en la zona del euro se centran, en parte, en las condiciones crediticias. En la primera se estudian las condiciones de crédito aplicadas a las operaciones de financiación de valores y a los derivados OTC, mientras que la segunda proporciona información sobre las condiciones del crédito bancario aplicadas a las empresas y a los hogares en la zona del euro.

**Con motivo del décimo aniversario de la SESFOD, en este artículo se explica la evolución y los determinantes de las condiciones de crédito aplicadas a las contrapartidas a partir de las respuestas de los participantes en la encuesta a lo largo del tiempo.**

## Conclusiones

En la encuesta SESFOD se utiliza una muestra pequeña, pero representativa, de los participantes en los mercados. El análisis de las respuestas desde que se puso en

<sup>4</sup> Véase [Derivatives / EMIR](#), Comisión Europea.

<sup>5</sup> Los análisis que se basaron en la información de la SESFOD incluyen, entre otros, los presentados en la sección 2.1 del informe *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2019, y en los recuadros titulados «[Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2018 e «[Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2020.

<sup>6</sup> Véase [Euro area bank lending survey](#), BCE.

<sup>7</sup> Véase [ECB surveys](#), BCE.

marcha la encuesta en 2013 confirma la validez de la encuesta y su utilidad a efectos de la estabilidad financiera (dado que muestra el aumento de la asunción de riesgos y del apalancamiento), del funcionamiento de los mercados y de la política monetaria (puesto que muestra los cambios en las condiciones de financiación).

- Los cambios poco frecuentes, junto con el fenómeno conocido como «sabiduría popular» observado con respecto a la evolución de las condiciones de crédito relacionadas con el precio y las no relacionadas con el precio, ponen de relieve el valor de la información cualitativa de la SESFOD como señal de alerta de futuros desarrollos adversos.
- Combinar la encuesta cualitativa con los datos cuantitativos reportados a efectos regulatorios enriquecerá el análisis de las condiciones de crédito en los mercados de operaciones de financiación de valores y de derivados OTC no compensados denominados en euros y permitirá comprender mejor las condiciones de financiación imperantes en los mercados financieros.

[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 Portal de datos del BCE:

<https://data.ecb.europa.eu>

Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del Portal de datos del BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Las definiciones metodológicas se encuentran en la sección «Methodology» del Portal de datos del BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre 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
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,2	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,2	8,1	5,6	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	2,1	4,1	1,0	3,0	3,3	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 III TR	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,2	0,3	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,7	9,3
IV TR	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	-0,1	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 I TR	0,9	0,5	0,1	0,8	2,2	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
II TR	.	0,5	0,2	1,2	0,8	0,1	.	.	4,0	8,4	3,3	1,1	6,2
2023 Mar	-	-	-	-	-	-	7,7	7,2	5,0	10,1	3,2	0,7	6,9
Abr	-	-	-	-	-	-	7,4	7,1	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0
May	-	-	-	-	-	-	6,5	6,9	4,0	8,7	3,2	0,2	6,1
Jun	-	-	-	-	-	-	.	.	3,0	7,9	3,3	2,9	5,5
Jul	-	-	-	-	-	-	.	.	3,2	6,8	3,3	2,6	5,3
Ago <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	5,3

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

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

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

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

2) Excluida la zona del euro.

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

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	11.515,7	11.103,4	5.951,3	2.579,5	2.524,0	1.227,9	687,0	602,3	48,6	412,3	5.224,9	4.812,6
2021	12.418,2	11.921,6	6.336,6	2.730,5	2.707,6	1.374,7	760,0	566,0	147,0	496,6	6.148,5	5.651,9
2022	13.427,3	13.188,5	7.053,6	2.886,7	2.997,5	1.547,3	843,2	599,4	250,6	238,8	7.404,8	7.166,0
2022 III TR	3.375,9	3.349,0	1.794,0	723,9	760,9	390,2	215,7	153,1	70,2	26,8	1.912,5	1.885,6
IV TR	3.440,8	3.369,4	1.823,9	741,3	768,4	393,8	218,1	154,5	35,8	71,4	1.901,5	1.830,1
2023 I TR	3.506,9	3.372,0	1.849,6	737,2	778,3	402,1	221,8	152,4	7,0	134,9	1.893,0	1.758,2
II TR	3.553,9	3.406,4	1.866,8	749,9	784,4	402,9	224,1	155,4	5,2	147,5	1.869,0	1.721,5
en porcentaje del PIB												
2022	100,0	98,2	52,5	21,5	22,3	11,5	6,3	4,5	1,9	1,8	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 III TR	0,3	0,9	0,9	0,0	0,9	-1,0	2,7	3,0	-	-	1,2	2,5
IV TR	-0,1	-0,6	-0,7	0,5	-0,2	-0,6	-0,3	0,8	-	-	-0,3	-1,4
2023 I TR	0,1	-0,7	0,0	-0,6	0,3	1,0	1,3	-2,4	-	-	0,0	-1,3
II TR	0,1	0,6	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,2	1,6	-	-	-0,7	0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,1	-6,3	-4,0	-11,9	-3,8	-	-	-9,0	-8,4
2021	5,6	4,4	4,1	4,1	3,4	5,8	8,5	-7,3	-	-	11,1	8,7
2022	3,3	3,6	4,3	1,3	2,8	1,8	4,6	2,8	-	-	7,0	7,9
2022 III TR	2,3	3,4	2,3	0,4	4,6	1,3	8,4	7,4	-	-	7,6	10,4
IV TR	1,7	1,2	1,3	0,6	0,9	0,2	6,5	-3,9	-	-	4,2	3,1
2023 I TR	1,1	0,6	1,4	-0,4	1,9	-0,7	5,0	4,0	-	-	2,6	1,7
II TR	0,5	0,2	0,2	0,1	1,3	-0,9	4,0	2,9	-	-	0,2	-0,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2022 III TR	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,6	-	-
IV TR	-0,1	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,5	-	-
2023 I TR	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
II TR	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-	-
2021	5,6	4,4	2,2	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,4	0,4	1,4	-	-
2022	3,3	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	-	-
2022 III TR	2,3	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,5	0,3	1,0	-0,9	-	-
IV TR	1,7	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,6	-	-
2023 I TR	1,1	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,5	-	-
II TR	0,5	0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2020	10.377,2	176,6	2.010,0	550,4	1.804,6	546,4	486,2	1.210,8	1.202,5	2.066,9	322,9	1.138,4
2021	11.135,6	184,9	2.207,8	588,6	2.006,4	594,8	516,7	1.245,7	1.290,8	2.163,9	335,9	1.282,6
2022	12.088,5	215,4	2.439,5	649,2	2.315,7	630,2	528,3	1.297,0	1.389,3	2.254,8	369,2	1.338,7
2022 III TR	3.040,5	56,0	609,8	163,2	590,0	159,3	131,9	323,7	349,0	564,6	93,1	335,4
IV TR	3.117,5	56,4	634,3	167,6	597,3	160,7	139,0	333,4	358,2	576,8	93,8	323,3
2023 I TR	3.180,0	56,0	659,7	176,4	602,0	163,6	144,1	341,1	363,7	577,1	96,3	326,9
II TR	3.215,7	54,0	661,5	179,4	607,7	167,2	146,9	346,1	369,0	586,0	97,9	338,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,4	10,7	11,5	18,7	3,1	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 III TR	0,4	0,7	0,5	-1,2	0,7	1,7	0,3	-0,2	0,5	0,5	1,3	-0,7
IV TR	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,2	0,0
2023 I TR	0,1	1,0	-1,1	2,1	0,1	1,2	-0,9	0,8	0,6	-0,1	2,7	-0,7
II TR	0,0	-1,1	-0,3	-0,5	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,3	0,1	0,6	1,4
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-6,0	-0,7	-6,1	-5,0	-14,0	2,1	-0,7	-0,8	-5,6	-2,8	-18,1	-7,1
2021	5,5	0,4	8,6	2,6	7,4	8,6	5,4	1,9	6,1	3,3	4,2	6,5
2022	3,5	0,0	1,5	1,3	7,7	5,7	-0,1	1,8	4,6	1,7	11,9	2,2
2022 III TR	2,6	0,3	1,8	0,7	4,5	7,1	-0,7	1,3	3,7	1,1	6,8	0,2
IV TR	2,0	-0,2	1,4	-0,2	2,7	4,1	0,4	1,0	3,0	1,9	6,9	-0,9
2023 I TR	1,6	1,4	-0,2	1,0	2,4	5,4	-0,2	1,3	2,1	1,1	7,1	-2,4
II TR	0,5	0,7	-1,1	0,3	-0,1	4,6	-0,4	0,7	1,6	0,7	3,4	0,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2022 III TR	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
IV TR	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 I TR	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
II TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,5	0,0	1,7	0,2	1,3	0,5	0,3	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	-
2022 III TR	2,6	0,0	0,4	0,0	0,8	0,4	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
IV TR	2,0	0,0	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 I TR	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-
II TR	0,5	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,0	24,9	6,6
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,5	3,2	2,4	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-1,4	-1,4	-1,2	-2,6	-1,9	0,8	-3,6	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,1
2021	1,5	1,6	0,4	0,2	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,0	1,0	3,0	2,1	0,9
2022	2,3	2,5	1,1	-0,3	1,3	3,2	3,3	5,8	-0,1	3,0	3,1	1,6	1,6
2022 III TR	1,9	2,0	1,2	-0,6	1,3	3,3	2,0	6,3	-0,4	3,9	2,5	1,5	0,8
IV TR	1,6	1,7	0,7	-0,9	1,1	2,3	1,7	4,6	0,4	3,1	2,1	1,3	1,1
2023 I TR	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,3	1,6	2,2	4,5	1,0	2,5	2,0	1,2	1,0
II TR	1,3	1,3	1,4	-2,2	1,1	0,6	1,9	3,7	0,9	2,7	2,0	1,1	0,2
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,0	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,0	21,9	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,3	-3,4	-7,5	-6,2	-14,6	-1,9	-2,2	-5,1	-8,4	-2,4	-12,3
2021	5,6	5,4	6,4	0,1	4,8	9,4	6,8	7,5	3,1	7,1	7,7	3,5	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-0,9	0,9	3,3	7,4	6,0	-0,3	5,1	4,1	0,7	5,9
2022 III TR	2,7	3,0	1,4	-0,4	2,0	3,6	3,4	7,5	0,2	4,8	3,9	1,3	2,4
IV TR	2,2	2,3	1,9	-0,5	1,2	3,2	3,0	5,0	0,9	3,4	3,2	1,1	2,7
2023 I TR	2,0	2,2	0,8	-0,5	1,7	1,5	2,7	4,2	1,3	1,6	2,5	1,3	1,9
II TR	1,4	1,5	1,1	-2,6	1,2	1,1	1,5	3,7	1,4	2,5	2,3	1,5	0,7
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,7	-6,9	-11,3	-3,8	-2,6	-5,8	-6,5	-3,3	-9,5
2021	4,1	3,8	6,0	0,0	5,1	5,8	6,3	2,6	2,1	6,0	4,5	1,4	5,0
2022	1,1	1,0	1,8	-0,6	-0,3	0,1	3,9	0,1	-0,3	2,0	1,0	-0,9	4,1
2022 III TR	0,8	1,0	0,2	0,2	0,6	0,3	1,4	1,1	0,6	0,9	1,4	-0,2	1,6
IV TR	0,6	0,5	1,2	0,4	0,1	0,9	1,2	0,4	0,5	0,3	1,0	-0,3	1,7
2023 I TR	0,3	0,5	-0,5	0,7	0,4	-0,1	0,5	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,1	0,9
II TR	0,1	0,2	-0,3	-0,5	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2020	162,757	3,5	12,963	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,319	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,817	3,1	11,341	6,8	2,7	9,083	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,654	7,2	3,1
2022 III TR	167,971	3,0	11,427	6,8	2,5	9,058	5,9	2,369	15,2	5,746	6,4	5,681	7,2	3,1
IV TR	168,630	3,0	11,227	6,7	2,5	8,973	5,9	2,254	14,3	5,599	6,2	5,628	7,1	3,1
2023 I TR	169,496	3,0	11,149	6,6	2,5	8,963	5,8	2,185	13,8	5,592	6,2	5,556	7,0	3,0
II TR	.	.	.	6,4	.	.	5,6	.	13,9	.	6,1	.	6,7	3,0
2023 Feb	-	-	11,181	6,6	-	8,952	5,8	2,229	14,1	5,625	6,2	5,556	7,0	-
Mar	-	-	11,078	6,5	-	8,868	5,8	2,210	14,0	5,570	6,2	5,507	6,9	-
Abr	-	-	11,047	6,5	-	8,833	5,7	2,214	13,9	5,566	6,2	5,481	6,9	-
May	-	-	10,970	6,5	-	8,736	5,7	2,233	14,0	5,515	6,1	5,455	6,8	-
Jun	-	-	10,871	6,4	-	8,678	5,6	2,194	13,8	5,507	6,1	5,364	6,7	-
Jul	-	-	10,944	6,4	-	8,738	5,7	2,206	13,8	5,559	6,2	5,385	6,8	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

### 2.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Cifra de negocio de los servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)	Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación			Combustible
		Manu-facturas	Bienes inter-medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,4	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 I TR	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	5,8	-1,7	11,1	12,5	12,3	-12,3
II TR	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,0	-2,7	3,0	7,7	13,2	-16,2
III TR	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	3,2	9,1	1,5
IV TR	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,6	-5,0	-1,6	3,0	6,2	15,3
2023 Feb	1,7	2,5	-5,1	9,6	3,3	-4,4	2,0	-2,3	-4,6	-0,7	0,4	4,2	11,6
Mar	-1,5	-1,0	-4,6	-1,9	5,4	-6,4	-0,9	-3,3	-6,1	-1,5	1,8	4,7	30,8
Abr	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,7	-8,1	0,2	-2,8	-4,5	-1,2	-3,1	3,2	19,4
May	-2,4	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,3	-2,9	-1,5	-1,5	4,5	20,3
Jun	-1,1	-0,4	-6,3	4,7	-0,5	-7,3	-0,3	-1,0	-2,7	0,6	-1,8	3,4	19,0
Jul	-2,2	-1,8	-5,0	0,4	-1,2	-5,7	.	-1,0	-2,2	1,1	-3,4	.	16,5
tasas de variación intermensual (d.)													
2023 Feb	1,8	1,3	0,8	1,8	1,6	0,8	2,1	-0,1	-0,4	0,1	-1,3	0,6	3,4
Mar	-4,5	-5,1	-1,1	-15,4	-1,1	-1,1	-1,9	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	0,9	-1,2
Abr	1,3	1,9	-0,7	15,3	-2,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	0,3	-2,3	0,4	-1,2
May	0,1	0,1	0,4	1,1	0,2	-2,2	0,2	0,6	0,3	0,4	0,5	1,7	-0,2
Jun	0,4	0,9	-1,0	-0,3	-1,3	0,4	-1,0	0,2	-0,2	0,3	-0,3	-0,5	1,7
Jul	-1,1	-2,1	0,2	-2,7	0,6	1,6	.	-0,2	0,4	0,5	-1,2	.	3,7

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

1) Incluido el comercio mayorista.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 III TR	97,2	1,9	81,7	-27,0	2,9	-6,8	7,6	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
IV TR	95,3	-0,9	81,4	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 I TR	99,2	0,1	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
II TR	96,8	-5,2	80,7	-17,0	-0,8	-4,0	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 Mar	98,8	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
Abr	98,8	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-0,9	9,6	89,9	45,8	48,5	56,2	54,1
May	96,3	-5,3	-	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
Jun	95,2	-7,3	-	-16,1	-2,6	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
Jul	94,5	-9,3	80,2	-15,1	-3,6	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Ago	93,3	-10,3	-	-16,0	-5,2	-5,0	3,9	-	43,5	43,4	47,9	46,7

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,4	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	78,7	3,7	-12,0	2,6
2021	17,5	95,6	1,6	3,7	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	76,5	5,5	7,5	3,5
2022	13,5	93,0	-0,1	2,6	12,4	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	9,3	2,0
2022 II TR	14,6	95,2	0,2	2,8	16,6	4,4	10,1	48,8	24,7	74,0	4,8	-4,3	3,2
III TR	13,9	94,4	0,0	2,8	10,6	3,0	9,1	49,0	24,1	74,1	4,2	25,0	3,0
IV TR	13,5	93,0	-0,7	2,6	6,5	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	2,3	2,0
2023 I TR	13,4	91,3	0,5	2,4	5,4	2,8	5,4	48,6	23,9	70,2	2,4	1,3	1,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 III TR	1.356,3	1.444,0	-87,7	755,1	806,6	320,0	319,8	238,5	229,2	42,7	88,5	25,4	16,1
IV TR	1.360,4	1.365,1	-4,8	749,2	751,0	312,2	267,8	256,3	263,8	42,6	82,5	58,3	35,7
2023 I TR	1.377,6	1.340,3	37,3	750,2	694,1	322,4	299,3	265,0	272,0	40,0	75,0	34,6	31,1
II TR	1.362,0	1.315,8	46,2	737,7	660,0	326,0	309,4	255,4	262,4	42,9	84,0	20,4	14,4
2023 Ene	460,6	455,6	5,0	247,4	244,1	108,3	97,7	90,7	90,2	14,2	23,6	11,6	13,4
Feb	454,7	442,7	11,9	248,3	228,5	106,6	96,9	86,5	92,5	13,3	24,8	5,9	4,4
Mar	462,3	441,9	20,4	254,6	221,4	107,4	104,7	87,8	89,2	12,5	26,6	17,1	13,2
Abr	432,5	430,0	2,5	231,8	215,5	107,6	104,4	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
May	460,8	452,9	7,9	249,8	227,9	109,8	104,1	86,4	94,1	14,8	26,8	5,2	4,0
Jun	468,7	432,9	35,8	256,0	216,7	108,6	100,9	89,3	85,7	14,7	29,5	8,9	4,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2023 June	5.456,3	5.465,3	-9,0	2.992,2	2.911,7	1.280,6	1.196,3	1.015,3	1.027,3	168,3	329,9	138,7	97,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2023 June	39,3	39,4	-0,1	21,6	21,0	9,2	8,6	7,3	7,4	1,2	2,4	1,0	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac-turas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2022 III TR	20,2	47,6	729,8	365,5	133,5	217,0	588,4	859,7	531,0	117,3	168,8	534,1	108,1
IV TR	14,9	20,2	733,4	361,2	139,8	221,2	605,7	796,2	481,6	114,1	170,0	517,6	97,1
2023 I TR	8,6	0,4	722,3	346,2	137,6	224,0	597,0	722,8	425,0	113,3	160,5	500,5	77,7
II TR	-1,9	-14,3	708,6	.	.	.	588,1	703,8	.	.	.	498,1	.
2023 Ene	11,1	10,2	239,6	115,0	45,0	74,1	197,2	251,5	149,4	39,1	53,7	169,0	30,1
Feb	7,6	1,5	241,2	115,6	45,8	75,9	199,3	242,0	143,0	37,4	54,3	168,3	24,4
Mar	7,5	-8,8	241,5	115,6	46,8	74,0	200,5	229,3	132,6	36,8	52,5	163,2	23,2
Abr	-3,6	-11,8	233,2	109,0	47,0	72,0	193,3	241,1	141,1	37,7	55,5	168,9	25,5
May	-2,6	-13,1	238,3	109,9	49,3	72,9	196,3	238,0	138,1	39,0	55,6	169,1	24,2
Jun	0,3	-17,7	237,2	.	.	.	198,4	224,6	.	.	.	160,2	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2022 III TR	2,8	14,9	106,5	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,8	123,7	121,0	122,8	140,4
IV TR	1,5	3,6	107,2	104,0	109,7	114,6	106,9	119,8	116,2	120,3	121,6	120,6	144,8
2023 I TR	1,5	-1,3	106,3	102,0	105,6	117,0	106,0	114,8	111,6	119,8	115,9	117,3	142,7
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Dic	-1,1	-3,4	105,6	101,0	108,0	115,7	105,3	117,2	114,2	113,4	120,1	116,8	147,0
2023 Ene	2,8	4,1	105,9	102,0	103,9	117,1	104,7	117,9	114,9	122,4	117,1	118,4	151,7
Feb	-0,4	-0,5	106,8	101,5	105,8	118,9	106,7	117,3	114,3	118,8	117,5	118,5	144,6
Mar	2,2	-6,8	106,2	102,5	107,2	115,1	106,4	109,3	105,7	118,4	113,1	114,9	131,7
Abr	-6,1	-4,3	103,0	98,5	107,2	112,3	103,2	119,1	115,4	124,7	119,2	121,7	158,7
May	-3,3	-4,6	106,4	100,0	111,5	114,9	107,0	118,9	114,5	125,9	120,5	122,0	151,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 III TR	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,8	2,0	4,4	1,1	9,5	7,8
IV TR	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 I TR	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,7	1,7	-6,0	1,2	8,1	7,3
II TR	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,7	-4,3	1,3	6,1	6,8
2023 Mar	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,2	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9
Abr	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,9	0,6	7,0	6,4
May	123,2	6,1	5,3	6,8	5,0	-0,1	0,4	-0,5	0,2	-2,1	0,1	6,1	6,2
Jun	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7
Jul	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Ago <sup>3)</sup>	124,1	5,3	5,3	.	5,5	0,6	0,4	-0,2	0,4	3,2	0,2	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 III TR	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1
IV TR	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2023 I TR	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
II TR	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
2023 Mar	15,5	15,7	14,7	4,3	6,6	-0,9	3,7	2,7	5,9	0,3	7,8	3,9
Abr	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,3	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0
May	12,5	13,4	9,6	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	4,7	0,7	7,6	4,1
Jun	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3
Jul	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Ago <sup>3)</sup>	9,8	10,4	7,8	.	4,8	-3,3	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía				
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco		No alimentación			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,6
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,8
2022 III TR	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	0,4
IV TR	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,6
2023 I TR	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,2	0,3	.
II TR	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,5	6,5	-13,1	6,4	.	.
2023 Feb	156,5	12,7	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,8	-	-	-
Mar	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
Abr	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
May	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,3	6,4	-13,5	-	-	-
Jun	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,0	5,9	-16,4	-	-	-
Jul	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>		Importaciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,1	2,8	2,2	1,6	3,7	5,8	7,9	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,6	4,6	6,8	6,8	4,3	7,7	12,7	17,6	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 III TR	115,0	4,6	7,5	7,5	4,9	7,7	13,6	19,8	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
IV TR	117,3	5,7	6,9	8,6	6,1	7,4	10,2	12,8	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 I TR	119,4	6,2	5,5	7,9	4,5	6,4	5,5	3,9	75,8	-10,5	-5,3	-15,1	-11,3	-6,5	-16,4
II TR	120,9	6,2	4,0	6,8	4,9	4,6	0,5	-3,7	71,6	-18,1	-16,0	-20,3	-18,4	-16,1	-21,3
2023 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,3	-22,1	-18,2	-13,6	-23,2
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,8	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,7	-19,4	-17,6	-21,7
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,0	-15,6	-16,5	-16,6	-15,7	-17,6
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-14,3	-14,4	-14,2	-15,6	-15,2	-16,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,5	-16,8	-16,1	-17,0	-16,2	-18,0

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

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

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

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 III TR	46,2	54,7	27,7	40,9	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
IV TR	40,2	51,7	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 I TR	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
II TR	7,5	30,1	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 Mar	17,8	41,3	23,5	21,4	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
Abr	11,5	34,8	19,6	15,3	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
May	6,5	30,1	18,7	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
Jun	4,4	25,3	16,1	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
Jul	3,4	23,4	16,5	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Ago	3,6	22,8	16,7	6,0	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6

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

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2016 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,7	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,8	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 III TR	102,4	3,5	2,7	5,7	3,7	3,2	3,0
IV TR	113,8	5,6	5,0	7,4	5,6	5,6	3,1
2023 I TR	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,5	4,4
II TR	.	.	.	.	.	.	4,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2020	110,2	4,5	-0,4	2,0	4,8	7,5	-0,1	1,0	1,2	3,6	6,3	17,0
2021	110,0	-0,2	2,0	-4,0	5,3	-1,4	1,5	-1,3	4,1	1,3	1,0	-0,6
2022	113,6	3,3	4,6	3,3	5,7	1,8	3,4	3,7	5,0	3,5	3,4	-3,5
2022 III TR	113,9	3,3	4,3	2,0	5,9	2,1	2,4	3,6	6,4	3,6	3,8	-1,1
IV TR	116,3	4,7	5,3	3,1	7,2	4,3	4,1	3,5	4,4	5,1	4,8	-1,1
2023 I TR	118,9	6,0	3,6	7,4	5,0	6,5	4,4	6,4	5,1	6,7	4,2	-0,4
II TR	119,7	6,5	3,5	7,6	5,7	8,2	4,9	5,7	5,8	6,4	5,4	2,9
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2020	107,0	-0,4	1,5	-2,4	-1,2	-4,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,6	5,4	5,2	3,0	5,0	4,3	2,1	2,7
2022	116,0	4,3	5,0	3,5	3,7	6,1	3,3	3,6	3,8	5,1	3,5	6,2
2022 III TR	116,4	3,8	5,2	2,5	3,3	4,6	3,1	3,2	3,8	4,9	3,4	4,8
IV TR	118,4	4,9	6,0	3,5	4,6	5,3	3,7	3,5	2,2	6,0	5,4	4,7
2023 I TR	120,6	5,5	6,3	5,9	4,4	6,7	5,2	5,1	3,8	6,8	4,1	5,5
II TR	121,3	5,5	6,5	5,3	5,4	6,1	5,9	4,3	3,7	6,0	5,0	6,1
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2020	97,1	-4,7	1,9	-4,3	-5,8	-10,7	0,1	-1,1	-1,4	-3,7	-3,7	-15,5
2021	101,1	4,1	0,3	8,9	-0,7	6,9	3,7	4,4	0,9	3,0	1,2	3,2
2022	102,1	1,0	0,3	0,2	-1,9	4,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,5	0,1	10,0
2022 III TR	102,2	0,5	0,9	0,5	-2,4	2,5	0,7	-0,4	-2,4	1,2	-0,4	6,0
IV TR	101,8	0,2	0,7	0,4	-2,5	1,0	-0,4	0,0	-2,1	0,8	0,5	5,8
2023 I TR	101,4	-0,5	2,6	-1,5	-0,6	0,2	0,8	-1,3	-1,2	0,1	-0,1	6,0
II TR	101,3	-0,9	2,9	-2,1	-0,3	-2,0	1,0	-1,3	-2,0	-0,4	-0,4	3,1
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2020	113,9	5,8	4,1	3,0	5,1	7,1	3,2	1,8	4,4	5,9	5,5	6,8
2021	114,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4	2,6	1,1	0,4	0,3	1,0	-1,4
2022	117,8	3,2	5,8	3,9	4,0	1,8	3,4	3,8	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 III TR	118,1	2,8	5,2	1,9	3,1	2,4	2,1	2,3	3,0	3,1	3,6	3,7
IV TR	120,5	4,3	7,0	3,3	3,5	3,9	3,6	3,1	1,7	5,1	5,8	3,4
2023 I TR	122,0	5,0	4,9	5,5	4,3	5,7	5,3	4,9	4,4	6,0	3,9	4,7
II TR	122,7	5,4	6,6	5,1	5,0	6,5	5,6	4,1	4,2	5,8	4,5	5,2
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2020	104,7	2,1	2,8	1,5	1,2	0,7	4,1	1,5	4,6	3,0	-0,4	-6,6
2021	104,7	0,0	0,3	3,6	-6,2	0,6	1,0	2,2	-4,8	-1,4	-0,2	-1,7
2022	104,6	-0,1	0,9	0,5	-2,0	0,3	-0,3	0,2	-3,1	0,5	1,0	5,7
2022 III TR	104,8	-0,3	0,7	-0,2	-2,7	1,0	-0,4	-0,9	-3,3	-0,1	-0,2	4,3
IV TR	104,4	-0,4	0,3	0,2	-3,3	-0,3	-0,8	-0,5	-2,4	-0,2	0,8	4,1
2023 I TR	103,6	-0,8	1,9	-1,8	-0,5	-0,3	1,1	-1,5	-0,3	-0,4	-0,2	5,1
II TR	103,5	-0,9	3,4	-2,3	-0,8	-1,6	0,9	-1,8	-1,8	-0,6	-0,8	2,6

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
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023 Feb	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
Mar	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
Abr	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
Jun	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
Jul	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Ago	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Feb	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
Mar	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
Abr	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
Jun	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
Jul	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Ago	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón	
	Referencia		Principales índices sectoriales									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2023 Feb	455,8	4.238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4.079,7	27.509,1
Mar	448,5	4.201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3.968,6	27.693,2
Abr	460,9	4.358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4.121,5	28.275,8
May	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5
Jun	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5
Jul	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
Ago	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4

Fuente: Refinitiv.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés							
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años		Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Ago	0,01	0,70	0,42	1,02	4,97	15,89	6,68	5,92	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sep	0,02	0,71	0,63	1,27	5,27	15,83	6,55	5,96	6,58	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Oct	0,03	0,73	0,93	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
Nov	0,05	0,75	1,21	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dic	0,07	0,80	1,42	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Ene	0,10	0,86	1,60	2,08	6,34	15,99	7,44	6,97	7,60	4,28	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb	0,12	1,17	1,91	2,20	6,59	16,08	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar	0,15	1,20	2,11	2,26	6,76	16,07	7,83	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Abr	0,18	1,25	2,28	2,42	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,91	4,11	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,19	16,34	8,36	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
Jun	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,14	4,39	4,07	3,71	3,41	4,04	3,70
Jul <sup>(6)</sup>	0,27	1,43	2,82	2,86	7,48	16,40	8,41	7,72	8,41	5,23	4,47	4,14	3,72	3,45	4,08	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 descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Ago	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,30	1,55	1,88	2,22	1,87
Sep	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Oct	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
Dic	0,19	1,80	2,61	3,21	3,74	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Ene	0,23	1,99	2,72	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Abr	0,44	2,80	3,11	4,39	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,75	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
Jun	0,55	3,20	3,10	4,78	5,23	5,43	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
Jul <sup>(6)</sup>	0,60	3,31	3,58	4,89	5,51	5,52	5,43	5,12	5,02	4,33	4,82	5,02	4,34	4,93

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos						Emisiones brutas <sup>1)</sup>							
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central	Sociedades financieras distintas de IFM			FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central		
													1	2
<b>Corto plazo</b>														
2020	1.488,6	429,7	126,0	51,3	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.407,5	427,9	126,9	49,9	88,0	764,7	674,9	387,2	138,4	79,1	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.371,5	466,8	143,0	49,8	94,7	667,0	621,7	481,7	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 Feb	1.374,1	529,3	137,2	51,1	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,5	35,2	49,1	122,8	96,2
Mar	1.423,7	536,6	136,0	50,9	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0
Abr	1.454,9	564,9	133,9	47,7	102,3	653,7	603,5	511,4	218,1	100,9	31,9	60,2	132,2	103,3
May	1.457,4	580,5	137,3	50,3	102,9	636,8	599,6	515,1	242,0	118,0	37,9	53,7	101,4	86,5
Jun	1.478,7	581,6	130,5	49,1	93,1	673,5	634,2	515,7	222,0	114,9	36,0	45,8	133,1	107,1
Jul	1.463,0	574,0	129,1	45,3	96,0	664,0	635,3	488,2	181,4	113,7	31,1	53,7	139,5	122,0
<b>Largo plazo</b>														
2020	19.285,0	4.077,2	3.104,3	1.260,9	1.543,3	10.560,1	9.773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.926,3	4.182,6	3.385,6	1.342,8	1.600,6	10.757,5	9.936,5	316,9	67,9	84,0	34,3	23,3	141,8	128,3
2022	17.902,9	3.972,3	3.267,0	1.333,8	1.397,7	9.265,9	8.553,9	300,1	78,4	74,5	29,0	16,7	130,6	121,1
2023 Feb	18.187,1	4.081,0	3.288,5	1.325,5	1.418,9	9.398,7	8.675,3	353,7	99,1	54,1	12,9	17,6	182,9	165,8
Mar	18.409,2	4.104,4	3.277,4	1.322,9	1.415,5	9.611,8	8.876,2	339,1	84,5	70,4	30,9	15,5	168,6	156,1
Abr	18.411,1	4.118,5	3.279,6	1.332,9	1.419,2	9.593,8	8.873,4	308,5	72,7	76,1	34,4	16,4	143,2	137,3
May	18.573,7	4.191,4	3.329,2	1.368,3	1.427,4	9.625,6	8.908,1	372,0	100,0	100,2	56,2	27,3	144,5	136,2
Jun	18.669,3	4.202,9	3.337,5	1.375,6	1.429,4	9.699,4	8.979,2	401,5	114,4	83,9	30,9	30,6	172,6	160,9
Jul	18.765,7	4.300,6	3.350,2	1.365,4	1.436,2	9.678,8	8.958,5	348,5	142,8	57,9	11,5	17,9	129,9	125,1

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda						Acciones cotizadas				
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central					
							1				
<b>Saldo vivo</b>											
2020	20.773,5	4.506,9	3.230,3	1.312,3	1.640,1	11.396,2	10.495,7	8.519,7	473,8	1.338,1	6.706,9
2021	21.333,7	4.610,5	3.512,5	1.392,7	1.688,5	11.522,2	10.611,3	10.414,6	600,0	1.560,1	8.253,5
2022	19.274,5	4.439,2	3.410,0	1.383,6	1.492,4	9.932,9	9.175,6	8.747,0	524,9	1.363,3	6.858,1
2023 Feb	19.561,2	4.610,2	3.425,7	1.376,6	1.513,1	10.012,1	9.244,7	9.622,5	630,3	1.495,2	7.496,4
Mar	19.832,9	4.641,0	3.413,4	1.373,8	1.511,9	10.266,5	9.479,6	9.642,9	558,8	1.447,7	7.635,9
Abr	19.866,0	4.683,4	3.413,6	1.380,7	1.521,5	10.247,5	9.476,9	9.694,8	566,4	1.442,1	7.685,7
May	20.031,1	4.772,0	3.466,5	1.418,6	1.530,3	10.262,4	9.507,7	9.415,6	545,4	1.396,8	7.472,9
Jun	20.148,0	4.784,5	3.468,0	1.424,7	1.522,5	10.372,9	9.613,5	9.673,6	587,2	1.480,2	7.605,6
Jul	20.228,7	4.874,5	3.479,3	1.410,7	1.532,1	10.342,7	9.593,8	9.829,7	623,3	1.526,5	7.679,3
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2022 Dic	3,7	4,7	4,7	-0,1	1,2	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 Ene	4,0	7,1	4,0	-0,3	1,0	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
Feb	4,1	7,8	3,1	-0,9	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
Mar	3,8	7,1	2,3	-1,7	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
Abr	4,3	8,2	1,5	-1,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
May	4,4	9,1	2,2	1,5	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
Jun	5,2	10,2	3,3	2,9	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,6	-1,3
Jul	5,8	12,1	3,3	1,2	1,5	4,6	5,3	-0,9	-1,4	0,9	-1,2

Fuente: BCE.

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,7	93,8	89,8	75,1	88,1	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,0	70,4	86,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	83,9	65,4	81,4	116,1	90,9
2022 III TR	93,7	89,3	92,5	82,0	63,6	79,7	113,9	89,0
IV TR	95,7	91,9	95,0	84,7	64,4	81,9	116,7	91,8
2023 I TR	97,1	92,8	96,9	86,5	67,1	84,2	119,4	93,1
II TR	98,2	93,5	97,9	-	-	-	121,4	94,3
2023 Mar	97,3	92,9	97,1	-	-	-	119,7	93,4
Abr	98,4	93,8	98,0	-	-	-	121,5	94,6
May	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
Jun	98,2	93,5	98,0	-	-	-	121,8	94,5
Jul	99,2	94,6	99,2	-	-	-	123,7	95,9
Ago	99,0	94,8	99,2	-	-	-	123,7	96,1
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2023 Ago	-0,1	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2023 Ago	6,1	6,6	7,6	-	-	-	8,9	8,3

Fuente: BCE.

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

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 III TR	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
IV TR	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 I TR	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
II TR	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
2023 Mar	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071
Abr	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
May	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
Jun	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
Jul	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Ago	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2023 Ago	-0,5	0,9	0,0	1,6	1,3	0,4	0,0	0,0	1,5	-0,8	-1,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2023 Ago	14,8	-1,9	0,2	-4,2	15,4	-5,6	1,6	1,0	12,5	-1,1	7,7

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>												
2022 II TR	32.312,5	31.585,7	726,9	12.488,2	10.282,9	11.594,6	13.006,6	28,5	7.079,3	8.296,2	1.122,0	16.312,4
III TR	32.357,3	31.562,6	794,7	12.741,7	10.485,1	11.275,1	12.693,3	37,1	7.167,7	8.384,1	1.135,7	16.437,5
IV TR	30.995,1	30.507,8	487,3	12.132,7	10.013,1	11.152,5	12.716,7	68,0	6.527,7	7.778,0	1.114,3	15.425,2
2023 I TR	31.605,7	31.273,6	332,1	12.307,7	9.926,6	11.324,3	13.378,3	30,8	6.809,3	7.968,7	1.133,6	15.719,0
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2023 I TR	231,1	228,7	2,4	90,0	72,6	82,8	97,8	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
<b>Transacciones</b>												
2022 III TR	-85,2	-49,0	-36,2	10,1	-23,4	-173,4	4,2	38,5	32,4	-29,8	7,3	-
IV TR	-531,8	-590,4	58,6	-265,5	-250,7	95,5	86,7	-4,1	-367,0	-426,4	9,3	-
2023 I TR	404,2	356,6	47,6	58,3	3,7	61,6	158,0	15,5	287,2	194,9	-18,5	-
II TR	134,9	64,6	70,3	43,6	57,8	155,1	76,8	7,0	-72,6	-70,0	1,9	-
2023 Ene	183,2	162,5	20,8	-2,8	-8,5	58,0	26,0	-0,6	137,4	145,0	-8,7	-
Feb	97,7	97,2	0,5	54,0	1,0	14,8	42,9	10,4	30,0	53,4	-11,4	-
Mar	123,2	96,9	26,3	7,2	11,3	-11,2	89,2	5,7	119,9	-3,5	1,6	-
Abr	2,7	32,4	-29,8	0,8	-8,1	40,4	6,7	1,0	-37,7	33,8	-1,8	-
May	79,6	57,5	22,1	19,6	56,2	37,3	-21,5	13,3	8,0	22,9	1,4	-
Jun	52,7	-25,4	78,1	23,1	9,7	77,4	91,7	-7,3	-42,9	-126,8	2,4	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2023 Jun	-77,9	-218,3	140,4	-153,5	-212,7	138,7	325,7	56,8	-120,0	-331,4	0,0	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2023 Jun	-0,6	-1,6	1,0	-1,1	-1,5	1,0	2,3	0,4	-0,9	-2,4	0,0	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses			Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2020	1.363,7	8.906,5	10.270,1	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.746,3	101,8	627,0	4,4	733,1	14.479,4
2021	1.469,7	9.831,1	11.300,9	916,1	2.506,4	3.422,5	14.723,3	118,0	647,2	21,5	786,7	15.510,0
2022	1.538,5	9.783,0	11.321,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,5
2022 III TR	1.538,2	10.180,3	11.718,6	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.447,0	120,4	598,0	48,8	767,3	16.214,3
IV TR	1.538,5	9.783,0	11.321,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,5
2023 I TR	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,6
II TR	1.534,7	9.179,7	10.714,3	1.871,3	2.534,3	4.405,6	15.119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16.022,2
2023 Feb	1.539,6	9.593,3	11.132,9	1.544,7	2.557,5	4.102,2	15.235,1	124,2	651,9	80,8	856,9	16.092,0
Mar	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,6
Abr	1.536,8	9.373,1	10.909,9	1.702,7	2.537,5	4.240,2	15.150,1	101,5	677,0	86,2	864,8	16.014,8
May	1.537,1	9.280,7	10.817,8	1.766,2	2.527,8	4.294,0	15.111,7	111,9	686,4	96,7	895,0	16.006,7
Jun	1.534,7	9.179,7	10.714,3	1.871,3	2.534,3	4.405,6	15.119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16.022,2
Jul <sup>(p)</sup>	1.534,1	9.086,7	10.620,8	1.915,4	2.526,9	4.442,3	15.063,2	122,3	690,9	80,1	893,3	15.956,5
Operaciones												
2020	139,2	1.265,5	1.404,7	-33,8	86,3	52,5	1.457,2	19,6	111,0	1,2	131,7	1.589,0
2021	107,4	915,6	1.023,0	-121,6	66,7	-55,0	968,0	12,1	20,9	14,4	47,3	1.015,3
2022	68,8	-46,6	22,2	427,3	56,7	484,1	506,3	3,7	3,0	77,4	84,2	590,5
2022 III TR	10,2	57,1	67,3	160,5	21,8	182,3	249,6	2,7	-11,0	38,7	30,3	279,9
IV TR	0,3	-361,7	-361,4	212,5	13,9	226,4	-135,0	4,8	52,0	-1,3	55,4	-79,6
2023 I TR	4,3	-379,4	-375,1	261,1	-11,8	249,3	-125,9	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5
II TR	-9,4	-249,0	-258,3	222,0	-32,4	189,5	-68,8	10,1	15,9	-2,8	23,2	-45,6
2023 Feb	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	29,2	36,5	-22,2
Mar	4,4	-139,2	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,1	24,0	-16,5
Abr	-7,3	-69,9	-77,2	57,2	-12,2	45,0	-32,2	-1,5	-4,2	-5,6	-11,3	-43,5
May	0,3	-99,9	-99,5	59,7	-9,8	49,8	-49,7	9,8	9,3	8,7	27,9	-21,8
Jun	-2,4	-79,2	-81,6	105,1	-10,4	94,7	13,1	1,7	10,8	-5,9	6,6	19,7
Jul <sup>(p)</sup>	-0,7	-89,8	-90,5	45,7	-7,3	38,4	-52,2	9,4	-6,5	-11,1	-8,2	-60,3
Tasas de crecimiento												
2020	11,4	16,4	15,7	-3,2	3,7	1,5	11,8	24,4	21,3	-	21,8	12,3
2021	7,9	10,3	10,0	-11,8	2,7	-1,6	7,0	12,0	3,3	371,3	6,5	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8
2022 III TR	6,5	5,1	5,3	23,6	2,3	8,0	5,9	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,0
IV TR	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8
2023 I TR	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,6	23,8	2,1
II TR	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6
2023 Feb	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	460,0	21,0	2,6
Mar	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,6	23,8	2,1
Abr	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	13,2	351,8	20,1	1,4
May	0,7	-8,1	-7,0	81,0	0,2	22,6	-0,1	-10,9	14,6	418,8	23,1	0,9
Jun	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6
Jul <sup>(p)</sup>	0,1	-10,5	-9,2	85,2	-0,9	23,9	-1,4	-1,5	16,3	218,0	20,6	-0,4

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>													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.120,6	235,3	497,3
2021	3.231,5	2.807,0	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.275,5	227,8	546,3
2022	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.300,8	235,0	560,0
2022 III TR	3.368,1	2.837,4	388,3	133,7	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.493,4	243,9	551,9
IV TR	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.300,8	235,0	560,0
2023 I TR	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
II TR	3.338,4	2.507,9	686,3	132,5	11,7	8.381,2	5.309,3	705,0	2.366,1	0,9	1.182,1	231,7	565,2
2023 Feb	3.380,1	2.663,1	573,2	134,5	9,2	8.419,4	5.511,0	521,9	2.385,8	0,7	1.223,4	225,0	571,9
Mar	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
Abr	3.336,7	2.572,1	622,8	131,6	10,1	8.376,9	5.398,7	608,4	2.368,9	0,9	1.213,8	227,0	560,5
May	3.305,9	2.529,9	632,6	131,9	11,6	8.379,4	5.361,7	657,5	2.359,2	0,9	1.218,6	226,9	555,8
Jun	3.338,4	2.507,9	686,3	132,5	11,7	8.381,2	5.309,3	705,0	2.366,1	0,9	1.182,1	231,7	565,2
Jul <sup>(p)</sup>	3.305,0	2.462,7	699,6	132,0	10,7	8.378,7	5.264,1	756,3	2.357,5	0,8	1.191,6	215,3	560,8
<b>Operaciones</b>													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	160,2	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	159,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	0,4	7,6	14,7
2022 III TR	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	89,5	11,4	-18,5
IV TR	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-168,1	-7,4	8,4
2023 I TR	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-97,6	-2,1	12,7
II TR	-4,1	-91,2	84,3	-0,5	3,3	-9,5	-116,9	136,6	-29,0	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
2023 Feb	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,0	-10,2	12,6
Mar	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,5	7,1	2,5
Abr	-4,2	-27,7	22,6	-1,0	1,8	-13,6	-44,3	40,4	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
May	-35,5	-45,0	8,0	0,3	1,2	0,9	-37,8	48,4	-9,8	0,1	-0,2	-0,5	-5,0
Jun	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-34,9	47,8	-9,6	-0,1	-36,1	5,1	9,4
Jul <sup>(p)</sup>	-31,4	-43,9	13,8	-0,4	-0,9	-1,9	-44,8	51,5	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-4,4
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	16,0	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	14,2	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2022 III TR	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	14,3	7,2	6,5
IV TR	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2023 I TR	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-8,7	0,6	3,5
II TR	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
2023 Feb	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,9	1,8	-25,6	-8,6	-2,9	4,7
Mar	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-8,7	0,6	3,5
Abr	1,2	-10,1	108,1	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,7	0,9	-7,0	-9,0	1,0	-1,4
May	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,3	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
Jun	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
Jul <sup>(p)</sup>	-0,6	-14,1	118,2	2,0	13,5	0,7	-5,7	111,7	-1,0	6,3	-15,4	-9,5	-2,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
												Préstamos ajustados <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1
2022	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.177,9	5.127,1	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2022 III TR	6.359,7	1.002,3	5.333,1	15.421,7	13.051,1	13.204,2	5.165,6	6.613,7	1.110,6	161,2	1.545,9	824,6
IV TR	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.177,9	5.127,1	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 I TR	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,3	13.013,9	13.204,4	5.131,0	6.666,0	1.078,5	138,5	1.552,0	849,4
II TR	6.268,9	986,0	5.257,5	15.418,8	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.569,9	869,9
2023 Feb	6.347,5	997,3	5.325,2	15.417,3	13.023,0	13.214,7	5.140,2	6.659,9	1.074,3	148,6	1.548,5	845,7
Mar	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,3	13.013,9	13.204,4	5.131,0	6.666,0	1.078,5	138,5	1.552,0	849,4
Abr	6.319,0	981,7	5.312,2	15.422,6	13.000,7	13.202,3	5.124,9	6.666,7	1.064,5	144,6	1.564,3	857,7
May	6.262,1	990,6	5.245,9	15.445,4	13.000,6	13.228,2	5.134,9	6.631,4	1.092,7	141,6	1.582,5	862,3
Jun	6.268,9	986,0	5.257,5	15.418,8	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.569,9	869,9
Jul <sup>(p)</sup>	6.228,1	983,1	5.219,5	15.436,2	12.993,0	13.219,4	5.135,5	6.626,3	1.095,8	135,5	1.565,4	877,8
<b>Operaciones</b>												
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,6	623,2	679,9	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 III TR	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,7	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
IV TR	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	10,9	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6
2023 I TR	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,9	-3,0	14,1	3,4	-7,8	-20,9	7,9
II TR	-85,7	-9,6	-76,5	9,7	-29,6	3,1	4,0	-29,9	-9,2	5,5	22,9	16,4
2023 Feb	2,1	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,8	-2,2	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
Mar	-25,1	-3,2	-21,9	6,5	1,8	4,1	-2,3	8,3	5,9	-10,0	2,6	2,0
Abr	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
May	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	17,8	7,7	-35,4	25,5	-3,1	17,0	6,7
Jun	12,0	-4,5	16,8	-16,4	-14,8	-17,2	-1,0	3,6	-19,9	2,4	-6,2	4,6
Jul <sup>(p)</sup>	-39,7	-2,9	-36,8	20,2	18,4	17,1	6,9	-6,2	26,2	-8,5	-4,9	6,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 III TR	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0
IV TR	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 I TR	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,9	-9,8	-1,4	1,9
II TR	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
2023 Feb	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
Mar	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,9	-9,8	-1,4	1,9
Abr	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,0
May	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
Jun	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
Jul <sup>(p)</sup>	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,0	5,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del 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
	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>					Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.127,1	5.135,7	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2022 III TR	5.165,6	5.148,4	1.008,0	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.806,5	714,0	5.195,4	704,2
IV TR	5.127,1	5.135,7	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2023 I TR	5.131,0	5.144,8	939,9	1.093,0	3.098,1	6.666,0	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
II TR	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
2023 Feb	5.140,2	5.149,7	945,2	1.092,0	3.103,0	6.659,9	6.868,2	721,7	5.228,3	709,9
Mar	5.131,0	5.144,8	939,9	1.093,0	3.098,1	6.666,0	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
Abr	5.124,9	5.142,4	929,8	1.094,3	3.100,7	6.666,7	6.871,9	725,1	5.237,6	704,0
May	5.134,9	5.145,6	924,5	1.096,0	3.114,4	6.631,4	6.870,1	726,0	5.204,3	701,2
Jun	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
Jul <sup>(p)</sup>	5.135,5	5.147,2	922,6	1.087,9	3.124,9	6.626,3	6.857,9	727,1	5.202,8	696,4
<b>Operaciones</b>										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	308,1	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 III TR	139,1	139,3	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
IV TR	-17,4	7,0	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 I TR	-3,0	3,5	-21,1	10,9	7,2	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
II TR	4,0	0,7	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,5	3,4	-27,9	-5,4
2023 Feb	-2,2	-1,4	-10,4	5,6	2,6	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
Mar	-2,3	5,8	-2,8	2,2	-1,8	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
Abr	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,1	1,9	2,5	2,0	1,8	-1,9
May	7,7	-0,6	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,6	1,3	-33,8	-2,9
Jun	-1,0	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,4	0,1	4,1	-0,7
Jul <sup>(p)</sup>	6,9	4,4	-0,9	1,8	6,0	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,7
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 III TR	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
IV TR	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 I TR	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
II TR	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
2023 Feb	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
Mar	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Abr	3,8	4,6	1,6	8,6	2,9	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0
May	3,2	4,0	-0,7	8,2	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
Jun	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Jul <sup>(p)</sup>	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-2,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	487,2	136,7	141,1
2021	762,6	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.377,7	435,7	128,5	136,8
2022	683,4	6.736,8	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,7	1.333,6	410,2	137,8	147,6
2022 III TR	642,5	6.764,4	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,4	1.318,8	520,9	148,0	146,7
IV TR	683,4	6.736,8	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,7	1.333,6	410,2	137,8	147,6
2023 I TR	580,0	6.895,4	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,5	1.434,9	330,8	152,1	165,8
II TR	477,6	6.965,8	1.807,5	40,4	2.232,3	2.885,6	1.484,6	293,3	168,6	172,6
2023 Feb	553,6	6.818,8	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,3	363,4	154,6	159,6
Mar	580,0	6.895,4	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,5	1.434,9	330,8	152,1	165,8
Abr	586,5	6.907,3	1.807,4	35,8	2.168,6	2.895,5	1.448,2	318,8	153,3	161,9
May	483,6	6.979,3	1.806,0	37,6	2.213,1	2.922,6	1.472,5	289,6	174,0	184,1
Jun	477,6	6.965,8	1.807,5	40,4	2.232,3	2.885,6	1.484,6	293,3	168,6	172,6
Jul <sup>(p)</sup>	457,3	7.078,1	1.807,0	42,8	2.321,4	2.906,9	1.569,1	258,5	153,8	156,4
Operaciones										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-66,4	145,5	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-110,7	-98,7	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,5	-89,8	-5,2	14,7	111,8	-72,0	-193,6	10,5	17,9
2022 III TR	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-42,2	10,9	-18,6	-10,6
IV TR	40,8	64,3	-15,2	0,3	57,9	21,3	51,7	-74,0	-10,2	1,0
2023 I TR	-110,1	85,3	8,3	4,0	63,9	9,0	72,0	-76,7	15,0	18,9
II TR	-102,2	92,7	13,9	5,1	61,4	12,3	93,8	-72,9	16,5	6,7
2023 Feb	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,7	-18,5	-0,2	3,0
Mar	26,2	22,7	8,0	1,1	9,3	4,2	61,4	-10,4	-2,5	6,5
Abr	6,5	21,8	15,4	0,8	4,1	1,5	29,0	-17,7	1,2	-3,9
May	-102,7	40,3	-4,1	1,8	31,0	11,6	5,8	-45,0	20,7	22,2
Jun	-5,9	30,6	2,6	2,5	26,4	-0,9	59,1	-10,3	-5,4	-11,5
Jul <sup>(p)</sup>	-20,3	31,5	0,2	2,4	16,8	12,0	46,6	-76,4	-14,8	-16,2
Tasas de crecimiento										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 III TR	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
IV TR	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 I TR	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
II TR	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
2023 Feb	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
Mar	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
Abr	-23,9	2,3	-2,3	3,8	5,0	3,1	-	-	-16,0	-5,3
May	-35,0	3,1	-2,5	21,1	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
Jun	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
Jul <sup>(p)</sup>	-39,0	3,9	-1,5	40,7	9,9	2,6	-	-	-10,9	-1,6

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,3	-5,3	-0,1	0,0	0,0	-3,9
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2022 II TR	-3,2	.	.	.	.	-1,7
III TR	-3,3	.	.	.	.	-1,7
IV TR	-3,6	.	.	.	.	-2,0
2023 I TR	-3,7	.	.	.	.	-2,0

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 II TR	47,3	46,5	13,5	13,2	15,0	0,8	50,5	45,6	10,0	5,9	1,5	23,2	4,9
III TR	47,3	46,5	13,7	13,1	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
IV TR	47,0	46,3	13,6	13,0	14,9	0,8	50,7	45,6	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2023 I TR	46,8	46,0	13,5	12,9	14,9	0,8	50,5	45,4	9,9	5,8	1,7	22,8	5,1

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

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

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,0	3,0	13,2	67,8	45,7	30,9	38,3	7,8	76,3	15,6	27,8	40,7	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,2	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,4	95,5	1,7
2021	95,4	3,0	13,9	78,5	55,6	41,7	39,8	9,9	85,5	17,6	30,3	47,5	94,0	1,4
2022	91,5	2,7	13,3	75,5	53,8	40,8	37,7	8,7	82,8	16,4	29,0	46,0	90,5	0,9
2022 II TR	94,0	2,9	13,5	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	92,7	2,9	13,6	76,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	91,4	2,7	13,3	75,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 I TR	91,2	2,6	12,9	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,6	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,5
2021	-1,7	3,9	-0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,8	-5,3	5,1
2022	-4,0	2,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8
2022 II TR	-3,9	1,7	0,5	1,0	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	-6,1	3,6
III TR	-4,5	1,7	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,4	-0,6	-5,9	2,7
IV TR	-3,9	2,0	-0,3	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,6	-0,6	-5,5	2,8
2023 I TR	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,6	-5,2	2,4

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

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

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

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

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 II TR	13,5	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
III TR	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
IV TR	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 I TR	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2023 Feb	13,2	12,0	4,5	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7
Mar	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Abr	13,4	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,4	0,9
May	13,4	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
Jun	13,7	12,4	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,8	1,1
Jul	13,6	12,3	3,9	1,3	0,3	8,2	1,9	1,3	1,6	2,0	2,0	3,0	1,2

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 II TR	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
III TR	-3,7	-2,3	-0,3	1,5	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
IV TR	-3,9	-2,7	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2023 I TR	-4,5	-3,0	-1,2	2,0	-2,7	-4,4	-4,5	0,5	-8,2	2,4
Deuda pública										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 II TR	108,5	67,6	16,8	50,5	183,0	116,1	113,2	73,1	149,3	95,4
III TR	106,5	67,0	15,9	48,5	175,8	115,6	113,5	70,4	145,9	91,4
IV TR	105,1	66,2	18,4	44,4	171,3	113,2	111,8	68,8	144,4	86,5
2023 I TR	107,4	65,9	17,2	43,5	168,3	112,8	112,4	69,5	143,5	84,0
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 II TR	-4,4	0,8	0,9	-6,5	-0,3	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,3
III TR	-4,1	0,8	0,8	-5,6	-0,5	-2,5	1,0	-3,0	-2,7	-0,9
IV TR	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	-0,1	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,8
2023 I TR	-4,1	-1,2	-0,3	-4,9	-0,1	-3,4	0,1	-3,1	-2,5	-0,8
Deuda pública										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 II TR	41,7	39,6	25,3	53,7	50,0	82,6	123,1	73,5	59,2	72,5
III TR	40,0	37,3	24,6	52,8	48,2	81,4	119,9	72,4	57,5	71,8
IV TR	40,8	38,4	24,6	53,2	50,1	78,5	113,9	69,9	57,8	72,9
2023 I TR	42,9	38,4	28,0	53,6	48,3	80,6	113,8	69,5	57,9	72,5

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2023

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

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

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación en español corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

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

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-23-006-ES-N (edición electrónica)