



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2/2024



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	14
3 Precios y costes	22
4 Evolución de los mercados financieros	29
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	35
6 Evolución de las finanzas públicas	43
Recuadros	47
1 Especulación en los precios del petróleo y del gas en épocas de riesgos geopolíticos	47
2 El impacto de la geopolítica en el comercio	54
3 ¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?	60
4 Factores determinantes de la inflación de los alimentos en la zona del euro en los dos últimos años	67
5 Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE	74
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de noviembre de 2023 y el 30 de enero de 2024	82
7 El euro como moneda internacional desde la perspectiva de los pagos	89
8 El plan sobre clima y naturaleza 2024-2025 del BCE	93
Artículos	98
1 El impacto de las perturbaciones recientes y de los cambios estructurales en curso sobre el crecimiento de la productividad de la zona del euro	98
2 ¿Existe una brecha digital en los pagos? Razones por las que el efectivo sigue siendo importante para tantos usuarios	101
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 7 de marzo de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Desde su reunión de política monetaria del 25 de enero de 2024, la inflación ha seguido reduciéndose. En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, la inflación se ha revisado a la baja, en particular para 2024, debido fundamentalmente a una menor contribución de los precios de la energía. Los expertos del BCE prevén ahora que la inflación se sitúe, en promedio, en el 2,3 % en 2024, el 2,0 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. Las proyecciones de inflación excluidos la energía y los alimentos también se han revisado a la baja y se sitúan, en promedio, en el 2,6 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 2,0 % en 2026. Aunque la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios. Las condiciones de financiación son restrictivas y las anteriores subidas de los tipos de interés continúan frenando la demanda, lo que está contribuyendo a reducir la inflación. Los expertos han revisado a la baja su proyección de crecimiento para 2024 hasta el 0,6 %, y se espera que la actividad económica se mantenga moderada a corto plazo. Más adelante, los expertos prevén que la economía se recupere y crezca al 1,5 % en 2025 y al 1,6 % en 2026, respaldada inicialmente por el consumo y después también por la inversión.

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

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

Actividad económica

La economía sigue estando débil. Los consumidores continuaron conteniendo su gasto, la inversión se moderó y las empresas exportaron menos, debido a la desaceleración de la demanda externa y a pérdidas de competitividad. No obstante, las encuestas apuntan a una recuperación gradual a lo largo de 2024. A medida que la inflación baja y los salarios continúan subiendo, las rentas reales repuntarán, lo que apoyará el crecimiento. Asimismo, el efecto moderador de las anteriores subidas de los tipos de interés desaparecerá gradualmente y la demanda de exportaciones de la zona del euro debería recuperarse.

La tasa de desempleo se encuentra en su nivel más bajo desde que existe el euro. El empleo creció a un ritmo del 0,3 % en el último trimestre de 2023, sobrepasando de nuevo a la actividad económica. Como resultado, el producto por persona siguió reduciéndose. Al mismo tiempo, las empresas están anunciando menos ofertas de empleo, y son menos las que indican que su producción se ve limitada por la escasez de mano de obra.

Según las proyecciones de marzo de 2024, el crecimiento económico repuntará gradualmente durante 2024 a medida que aumente la renta real disponible, en un contexto de menor inflación y sólido crecimiento de los salarios, y que mejore la relación real de intercambio. Dado que es improbable que las actuales disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo generen nuevas restricciones de oferta significativas, se espera que el crecimiento de las exportaciones se acompañe al fortalecimiento de la demanda externa. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria del BCE. En conjunto, se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,6 % en 2024 y que aumente hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024 debido a los efectos de arrastre derivados de anteriores sorpresas negativas en los datos y al empeoramiento de los nuevos datos de carácter prospectivo, se han mantenido sin variación para 2025 y se han revisado ligeramente al alza para 2026.

Los Gobiernos deberían seguir retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía para que el proceso de desinflación pueda avanzar de forma sostenida. Las políticas fiscales y estructurales deberían reforzarse para hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y competitiva, mejorar la capacidad de suministro y reducir gradualmente las elevadas ratios de deuda pública. Una implementación más rápida del programa *Next Generation EU* y esfuerzos más decididos para eliminar las barreras nacionales a una mayor profundidad e integración de los mercados bancario y de capitales pueden ayudar a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital, y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. El marco de gobernanza económica revisado de la UE debería aplicarse sin demora.

Inflación

La inflación descendió hasta el 2,8 % en enero y, según la estimación de avance de Eurostat, siguió disminuyendo hasta situarse en el 2,6 % en febrero. La inflación de los precios de los alimentos volvió a caer hasta el 5,6 % en enero y el 4,0 % en febrero, y los precios de la energía siguieron bajando en ambos meses con respecto a hace un año, si bien a menor ritmo que en diciembre. La tasa de variación de los precios de los bienes también siguió reduciéndose, hasta situarse en el 2,0 % en enero y el 1,6 % en febrero. La inflación de los servicios, tras haberse mantenido en el 4,0 % durante tres meses consecutivos, descendió hasta el 3,9 % en febrero.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron retrocediendo en enero, en un contexto en el que el impacto de las perturbaciones de oferta anteriores siguió atenuándose y la orientación restrictiva de la política monetaria pesó sobre la demanda. No obstante, las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad del trabajo. Al mismo tiempo, se observan señales de que el crecimiento salarial está empezando a moderarse. Por otra parte, los beneficios están absorbiendo parte del aumento de los costes laborales, lo que reduce los efectos inflacionistas.

Se espera que la tendencia descendente de la inflación continúe en los próximos meses. Más adelante, debería disminuir hasta situarse en el objetivo del Consejo de Gobierno a medida que se moderen los costes laborales y desaparezcan los efectos de las anteriores perturbaciones energéticas, de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía tras la pandemia. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo, en general, estables y la mayoría se sitúan en torno al 2 %.

Según las proyecciones de marzo de 2024, la inflación seguirá moderándose debido a la continua relajación de las presiones latentes y a los efectos del endurecimiento de la política monetaria, aunque a un ritmo más discreto que en 2023. Las presiones inflacionistas latentes deberían seguir atenuándose y se espera que las disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo solo tengan un efecto alcista limitado. Con el descenso de los precios de la energía, la intensa evolución de los costes laborales debería ser el principal factor determinante de la inflación excluidos la energía y los alimentos. Se espera que el crecimiento de los salarios nominales siga siendo elevado, impulsado por el persistente tensionamiento del mercado de trabajo, pero que se modere gradualmente durante el horizonte de proyección a medida que vayan desapareciendo los efectos al alza de la compensación por inflación. La recuperación del crecimiento de la productividad debería apoyar la moderación de las presiones de los costes laborales. Se prevé que el crecimiento de los beneficios se debilite durante el horizonte de proyección y amortigüe la transmisión de los costes laborales. En conjunto, se espera que la inflación general media anual se reduzca desde el 5,4% en 2023 hasta el 2,3% en 2024, el 2,0% en 2025 y el 1,9% en 2026, y que, dadas las débiles perspectivas de la inflación de la energía, se mantenga por debajo de la inflación excluidos la energía y los alimentos durante el horizonte de proyección. En comparación con las proyecciones de

diciembre de 2023, la inflación general se ha revisado a la baja para 2024 y 2025, debido principalmente a los efectos directos e indirectos de los supuestos relativos al descenso de los precios de las materias primas energéticas y a la reducción de las presiones de los costes laborales, y no se ha corregido para 2026.

Evaluación de riesgos

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

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la escalada de las tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Próximo, que podría impulsar una subida más acusada de los precios energéticos y de los costes de los fletes a corto plazo y crear interrupciones en el comercio mundial. La inflación también podría aumentar más de lo previsto si los salarios suben más de lo esperado o si los márgenes de beneficios muestran una mayor resiliencia. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo anticipado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma inesperada.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno del 25 de enero de 2024 y su política monetaria ha hecho que las condiciones de financiación generales sigan siendo restrictivas. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a las empresas se estabilizaron en general, mientras que los tipos hipotecarios descendieron en diciembre y enero. No obstante, los tipos aplicados a los préstamos siguieron siendo elevados, situándose en el 5,2 % en el caso de los concedidos a las empresas y en el 3,9 % en el de las hipotecas.

El crecimiento interanual de los préstamos bancarios a las empresas volvió a niveles positivos en diciembre, situándose en el 0,5 %. Sin embargo, en enero descendió hasta el 0,2 %, debido a un flujo negativo durante el mes. El crecimiento de los préstamos a los hogares siguió debilitándose y disminuyó hasta el 0,3 % en enero en términos interanuales. El agregado monetario amplio, medido por M3, creció a un ritmo moderado del 0,1 %.

Decisiones de política monetaria

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

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

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente durante el primer semestre de 2024 el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

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

Conclusión

En su reunión del 7 de marzo de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su valoración actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales 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 del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 Entorno exterior

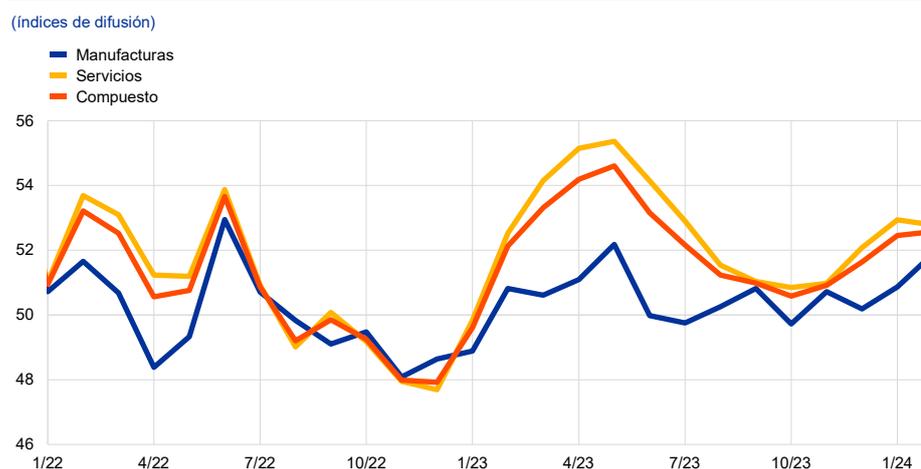
El crecimiento global se moderó en torno al cambio de año, como consecuencia de la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a la economía mundial. La desaceleración del crecimiento del consumo refleja, en parte, la desaparición progresiva de los factores favorables en las principales economías avanzadas, en las que los mercados de trabajo se están enfriando gradualmente, aunque siguen relativamente tensionados, y el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se ha agotado en gran parte. En China, el gasto en consumo continúa siendo reducido en un contexto de debilidad del mercado inmobiliario. Se prevé una disminución paulatina de las tasas interanuales de crecimiento mundial durante el período 2024-2026 así como que, a medio plazo, permanezcan ligeramente por debajo de los niveles observados durante el último decenio. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, el crecimiento global se ha revisado al alza para este año en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, en gran medida gracias al mayor avance observado en Estados Unidos. Se prevé que el comercio mundial se recupere este año y que posteriormente crezca más en línea con la actividad económica global. Pese a que esta previsión prácticamente no se ha modificado con respecto a las proyecciones de diciembre de 2023, se espera que el comercio internacional se mantenga por debajo de su tendencia histórica durante todo el horizonte de proyección. De acuerdo con las proyecciones, la inflación mundial disminuirá a lo largo del citado período.

El crecimiento económico global se moderó en torno al cambio de año, como consecuencia de la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a la economía mundial. Según las estimaciones, el avance del PIB real mundial se ralentizó hasta el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 1 % observado en el trimestre anterior¹. En conjunto, se estima que la actividad económica global se incrementó un 3,5 % en 2023, un ritmo similar al del año anterior y a la tasa media de crecimiento del último decenio. También es superior en 0,2 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento global prevista en las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2023. Sin embargo, los últimos datos sugieren que el avance del consumo se está moderando a escala mundial, ya que los factores que han impulsado el gasto en consumo están desapareciendo. Aunque los mercados de trabajo siguen relativamente tensionados, se están enfriando gradualmente en las principales economías avanzadas, como indica el descenso de los ratios vacantes/desempleo, mientras que el crecimiento de los salarios nominales también está desacelerándose de manera progresiva. Además, el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se ha agotado en gran parte. En China, el gasto en consumo sigue siendo débil con la evolución del mercado inmobiliario residencial como telón de fondo. Como consecuencia de todo ello, el gasto mundial en consumo, que sustentó la actividad económica durante la recuperación posterior a la pandemia, continúa siendo reducido. Más recientemente, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad registró un ligero ascenso en febrero,

¹ 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.

lo que sugiere que la actividad se ha fortalecido tanto en el sector manufacturero como en los servicios (gráfico 1). Con todo, esta señal debe considerarse en el contexto de un conjunto más amplio de nuevos datos, que continúan apuntando a una actividad mundial débil en general.

Gráfico 1
PMI global de actividad



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

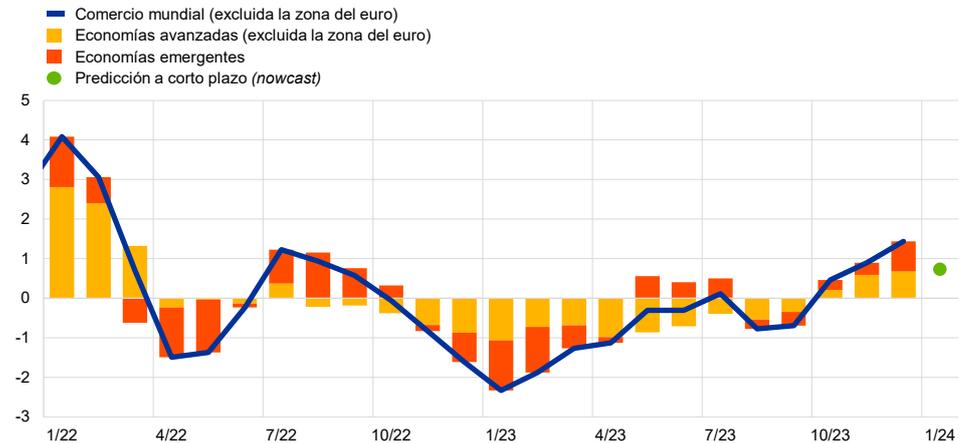
Se prevé que el crecimiento mundial disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. El leve retroceso del crecimiento este año se debe a que continúa desapareciendo el impacto de los factores favorables mencionados anteriormente, que respaldaron el gasto en consumo en las economías avanzadas en el período posterior a la pandemia. A esta evolución han contribuido los efectos del anterior endurecimiento de la política monetaria y la elevada incertidumbre en un contexto de tensiones geopolíticas. En conjunto, se prevé que el crecimiento del PIB real mundial se sitúe en el 3,4 % este año y que después se desacelere hasta el 3,2 % anual en el período 2025-2026, un ritmo ligeramente inferior al observado durante el último decenio. El crecimiento global se ha revisado al alza para este año con respecto a las proyecciones de diciembre de 2023, en gran medida gracias a los efectos de arrastre del mayor crecimiento observado en Estados Unidos.

El crecimiento del comercio mundial de bienes sigue siendo positivo. El ritmo de avance del comercio mundial de mercancías pasó a ser positivo en el cuarto trimestre de 2023 y se estima que continuó en terreno positivo en enero de 2024 (gráfico 2). Esta mejora refleja una corrección de la dinámica que caracterizó a la recuperación después de la pandemia, como la reorientación del gasto hacia los servicios en detrimento de los bienes y el ajuste de las existencias a escala global. El comercio mundial debería seguir recuperándose, ya que se espera que el impacto de la evolución posterior a la pandemia desaparezca gradualmente, y tanto el ciclo de la producción industrial mundial como la inversión privada parecen estar estabilizándose en estos primeros meses de 2024. También se espera que la

mejora del «ciclo tecnológico» mundial, que es un indicador adelantado del crecimiento general de las manufacturas, impulse el comercio a corto plazo².

Gráfico 2 Crecimiento del comercio de bienes

(importaciones reales, tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, puntos porcentuales)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, fuentes nacionales a través de LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La predicción a corto plazo (*nowcast*) incorpora los últimos datos publicados utilizando una previsión del agregado mundial y una serie de variables macroeconómicas. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023 para los datos oficiales del CPB y a enero de 2024 para la predicción a corto plazo.

Las disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo podrían frenar la recuperación del comercio mundial de mercancías, aunque se considera que su impacto hasta la fecha ha sido limitado.

El tráfico marítimo a través del mar Rojo se ha reducido considerablemente, ya que las compañías de transporte están evitando esta zona y desviando sus buques hacia una ruta alternativa que rodea el cabo de Buena Esperanza. Sin embargo, hasta ahora, las cadenas globales de suministro han mantenido su solidez en general y los plazos de entrega de los proveedores solo han aumentado ligeramente a escala mundial este año. Continúan en niveles acordes con su media histórica, muy por debajo de los observados en 2021 y 2022, cuando las cadenas globales de suministro estuvieron sometidas a graves presiones. Ello se debe al efecto de varios factores mitigadores. En primer lugar, la capacidad de transporte marítimo no utilizada parece abundante, ya que la demanda global de bienes es relativamente débil y la flota mundial de buques de carga se ha ampliado. En segundo lugar, los niveles de congestión en los puertos de todo el mundo prácticamente no han cambiado, lo que refleja su capacidad para albergar a los buques que han cambiado de ruta. Por último, los elevados niveles de existencias de los fabricantes están ayudando a amortiguar el impacto de los plazos de entrega más largos sobre la producción. Con todo, si las perturbaciones en la

² Se considera que la evolución de la producción mundial de bienes tecnológicos, como ordenadores y equipos electrónicos y eléctricos, proporciona información sobre la evolución futura del sector manufacturero mundial y de la economía global en su conjunto. Véase el recuadro titulado «[Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

zona del mar Rojo se agravan y resultan persistentes, seguirán existiendo riesgos para el comercio y la inflación mundiales³.

Se espera que el comercio mundial se recupere gradualmente este año y que después crezca de manera más acorde con la actividad mundial. Se prevé que el ritmo de avance de las importaciones mundiales se incremente del 1,2 % en 2023 al 2,8 % este año, y que después se vaya acelerando hasta el 3,1 % en 2025 y el 3,2 % en 2026, prácticamente sin cambios con respecto a las anteriores proyecciones. Pese a la recuperación prevista, el comercio mundial se mantendría por debajo de su tendencia histórica, debido a la incidencia de los cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones comerciales como consecuencia de las crecientes tensiones geopolíticas. Se espera que la demanda externa de la zona del euro se recupere de manera más progresiva de lo contemplado en las anteriores proyecciones, frenada por el crecimiento más débil de las importaciones observado el pasado año en algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro, como el Reino Unido y los países de Europa Central y Oriental. Esta atonía implica que, este año, la recuperación de la demanda externa de la zona del euro será más paulatina de lo previsto en las proyecciones de diciembre de 2023.

La tendencia de desinflación gradual ha continuado. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 5,7 % en enero, desde el 6 % del mes anterior. La inflación subyacente (que excluye la energía y los alimentos) descendió ligeramente hasta el 6,6 % en enero, desde el 6,7 % de diciembre. El impulso de la inflación general medida por el IPC, medido como una tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, indica que la tendencia de desinflación a escala global continuará probablemente en 2024, aunque se espera que el ritmo de este proceso sea más lento que el año pasado (gráfico 3). Los últimos datos de los PMI de precios de los insumos y de los de producción, que actúan como indicadores adelantados de la inflación subyacente mundial de los bienes y de los servicios, corroboran esta previsión. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, se espera que el proceso de desinflación hacia los objetivos de los bancos centrales avance gradualmente durante el horizonte de proyección en las economías avanzadas, mientras que, en las emergentes, se prevé que la inflación experimente un ligero repunte este año antes de volver a descender. Este patrón refleja el incremento de la inflación previsto para algunas de las mayores economías, como China, Rusia y Turquía. Se espera que el crecimiento de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro pase a ser positivo este año y permanezca en torno a su media a largo plazo estimada durante el resto del horizonte de proyección. Esta previsión de crecimiento se ha revisado ligeramente a la baja para 2024 en comparación con las proyecciones de diciembre

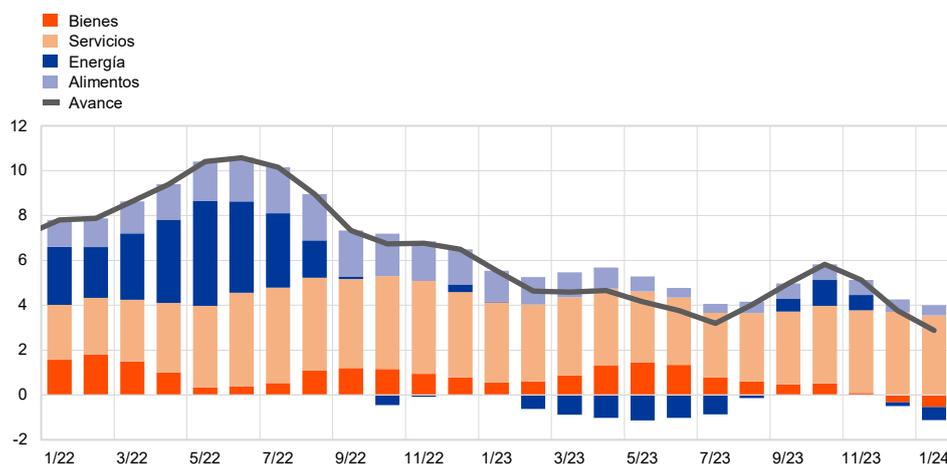
³ Para un análisis exhaustivo de las disrupciones en el mar Rojo y de su incidencia en la economía mundial y en la zona del euro, véase el recuadro 3 de las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

de 2023, en un contexto de menores presiones latentes y de precios de las materias primas energéticas más bajos.

Gráfico 3

Avance de la inflación general medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Desde las proyecciones de diciembre de 2023, los precios del crudo prácticamente no han variado, mientras que los precios del gas en Europa han registrado un descenso considerable. Los precios del petróleo se han mantenido relativamente estables, a pesar del aumento del riesgo geopolítico en Oriente Próximo. Los ataques de rebeldes hutíes a buques en el mar Rojo han alterado, en parte, el comercio de petróleo. Sin embargo, el transporte de este combustible a través del estrecho de Ormuz, una vía mucho más importante, prácticamente no se ha visto afectado, lo que ha reducido el impacto económico de estos ataques.

Además, el transporte a través del mar Rojo se ha desviado por el cabo de Buena Esperanza, lo que ha limitado la presión alcista sobre los precios del crudo derivada del aumento de los costes del transporte, que solo constituyen en torno al 1 %-2 % del precio de esta materia prima. Asimismo, los recortes de la oferta anunciados por la OPEP+ a finales de noviembre, que se han aplicado en el primer trimestre de 2024 y recientemente se han ampliado también al segundo, apenas han afectado a los precios del crudo. En general, se prevé que el mercado internacional de petróleo se mantenga equilibrado en el primer trimestre de 2024 y que durante el resto del año haya exceso de oferta, como consecuencia del aumento del suministro de Estados Unidos y del debilitamiento de la demanda de petróleo en las economías avanzadas. Los precios del gas en Europa descendieron de manera acusada, en gran medida debido a la caída de la demanda, que refleja una confluencia de factores, como un invierno con temperaturas suaves, el menor consumo de gas de los hogares y la mayor atonía de la actividad industrial. Los factores de oferta también contribuyeron al descenso de los precios del gas, ya que los niveles de almacenamiento de este combustible continúan siendo elevados.

En Estados Unidos, el crecimiento sigue siendo vigoroso, pero se espera que se modere este año. Indicadores de alta frecuencia, como la confianza de los consumidores y las ventas minoristas, proporcionan señales bastante dispares sobre el gasto en consumo a principios de 2024, tras el fuerte dinamismo observado en el cuarto trimestre de 2023. El aumento de los impagos de préstamos para consumo indica que los balances de los hogares se están viendo sometidos a una presión creciente, y la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en un nivel bajo del 4 %. Además, la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal continúa lastrando la actividad económica. Pese a que los mercados de trabajo siguen tensionados en términos históricos, se están enfriando de forma gradual, y el crecimiento de los salarios se ha reducido ligeramente, aunque permanece a un nivel todavía elevado. En enero, la inflación general medida por el IPC registró un leve descenso hasta el 3,1 %, que tuvo su origen en los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente interanual se mantuvo estable en el 3,9 %. Los precios de los servicios básicos repuntaron, principalmente debido a la nueva aceleración de los componentes distintos de la vivienda. Un desglose sectorial de la inflación del gasto en consumo personal pone de manifiesto la transmisión efectiva de la política monetaria de la Reserva Federal durante este ciclo de endurecimiento, ya que la inflación ha descendido más en los sectores sensibles a los tipos de interés que en los que no lo son.

En China, los indicadores recientes de la actividad ofrecen señales dispares en un contexto de ajuste en el mercado inmobiliario residencial. Pese a que el crecimiento de la producción industrial aumentó ligeramente hasta el 6,5 % en tasa interanual en diciembre, las encuestas proporcionan señales dispares para los primeros meses de este año. La debilidad del sector inmobiliario residencial continúa siendo el principal factor adverso para la actividad económica y está lastrando el crecimiento del consumo privado en particular. En 2024, el sector de la vivienda ha seguido ajustándose, ya que las ventas de viviendas nuevas han registrado un pronunciado descenso y las ejecuciones de obra nueva y las ventas de inmuebles permanecen estancadas en cotas muy bajas. Con el trasfondo de esta evolución desfavorable, el mercado de renta variable ha experimentado recientemente una volatilidad elevada, y la confianza de los consumidores se ha estabilizado en un nivel bajo en términos históricos. La tasa interanual de inflación general medida por el IPC cayó hasta el -0,8 % en enero, desde el -0,3 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de las nuevas caídas de los precios de los alimentos. La inflación subyacente interanual medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) se mantuvo en terreno positivo, en un 0,4 %. Esta reducida tasa de inflación subyacente obedece a una demanda de consumo muy reducida.

En Japón, el PIB real registró un descenso inesperado en el último trimestre de 2023. La actividad económica volvió a caer en el cuarto trimestre un 0,1 % tras experimentar una contracción en el tercer trimestre que, según los datos revisados a la baja, fue del 0,8 %. Este dato refleja una debilidad relativamente generalizada de la demanda interna. Es probable que el crecimiento haya vuelto a ser positivo a principios de 2024, respaldado por la mejora de los indicadores de opinión, en especial en el sector servicios, y por un aumento de la confianza de los consumidores. La inflación general interanual se situó en el 2,2 % en enero de 2024,

por encima de las expectativas de los mercados, pero por debajo de los niveles observados hacia finales del año pasado. La desaceleración de la inflación general refleja, en su mayor parte, la ralentización de la inflación de los alimentos y la caída de los precios de la energía. La inflación subyacente medida por el IPC también se redujo hasta el 2,6 % en enero, desde el 2,8 % de diciembre.

En el Reino Unido, la actividad económica volvió a descender en el cuarto trimestre. El crecimiento del PIB real sorprendió a la baja en ese trimestre y se situó en el -0,3 %, frente al -0,1 % del tercer trimestre. Esta contracción se debió a una caída de la demanda exterior neta, que reflejó un fuerte retroceso de las exportaciones de servicios. El consumo privado y el gasto público también mostraron un comportamiento peor, en el caso del segundo debido a las huelgas recurrentes en el sector público. El PMI compuesto, las ventas minoristas y los indicadores de confianza continuaron subiendo en enero de 2024, lo que apunta a una recuperación del impulso del crecimiento en el Reino Unido, dado que los menores costes de financiación, el aumento de la renta real disponible y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo sostienen la demanda interna. El mercado laboral se está enfriando gradualmente, pero continúa tensionado en términos históricos. Las vacantes se redujeron, pero el grado de tensionamiento del mercado, medido en vacantes por trabajador desempleado, permanece por encima de las medias históricas. Los datos más recientes sobre los ingresos privados sugieren que el crecimiento de los salarios nominales se desaceleró hasta el 6,2 % en el período de tres meses hasta diciembre, desde el 6,6 % del período de tres meses hasta noviembre, y se espera que continúe ralentizándose. En enero, las tasas de inflación general y subyacente medidas por el IPC se mantuvieron estables en el 4 % y el 5,1 %, respectivamente. Durante los próximos meses, se espera que la inflación general descienda y se aproxime al objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra, pero solo de manera transitoria debido a los efectos de base de los anteriores incrementos de las facturas reguladas de la energía.

2 Actividad económica

El producto de la zona del euro permaneció estancado al final de 2023, afectado por la debilidad del comercio internacional, la reducción de las existencias y la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE. Se espera que la actividad siga siendo débil a corto plazo y que se recupere gradualmente más avanzado el año, como consecuencia de la caída de la inflación, el sólido crecimiento de los salarios y el fortalecimiento de la demanda externa. Los datos procedentes de encuestas continúan apuntando a un crecimiento escaso o nulo en el corto plazo, pero los indicadores de opinión más prospectivos muestran algunas señales de mejora. El consumo privado aún es débil, dado que los consumidores siguen siendo sensibles a los precios y están posponiendo el gasto en grandes compras, pero debería mejorar conforme se recupere la renta real disponible. La fuerte disminución de las carteras de pedidos pendientes y una política monetaria restrictiva están lastrando las perspectivas de inversión empresarial a corto plazo, aunque el aumento de la confianza de los inversores sugiere que podrían darse las condiciones necesarias para una recuperación más adelante en el año. En cambio, es probable que la debilidad de la inversión residencial persista. Aunque la demanda de trabajo continúa ralentizándose, el empleo volvió a crecer en el cuarto trimestre de 2023, en consonancia con el incremento de la población activa. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria.

Estas perspectivas se reflejan en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,6 % en 2024 y que aumente hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024, mientras que se han mantenido prácticamente sin variación para 2025 y 2026.

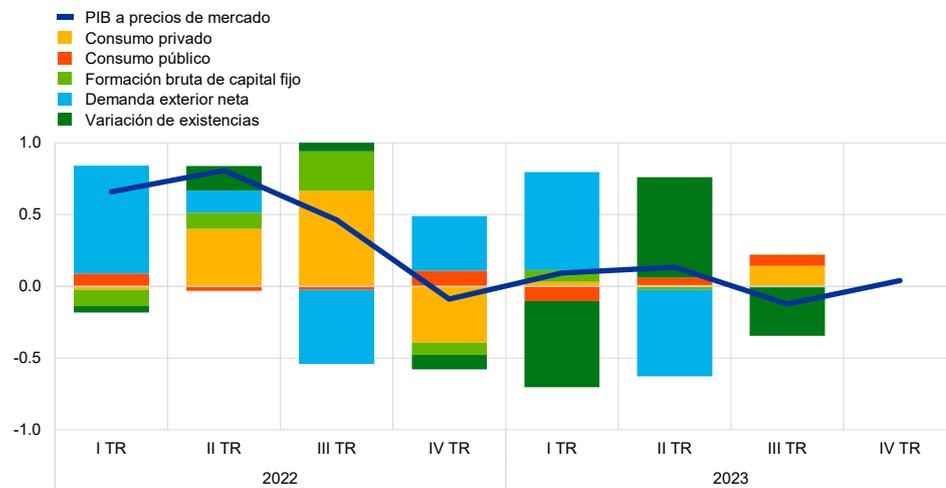
El producto de la zona del euro permaneció estancado al final de 2023. Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real registró un crecimiento intertrimestral nulo en el cuarto trimestre de 2023, debido al impacto creciente de la debilidad del comercio mundial y la intensa transmisión de la política monetaria (gráfico 4). Esto implica que el producto se ha mantenido prácticamente estable desde el tercer trimestre de 2022¹.

¹ La desagregación del PIB por el lado del gasto correspondiente al cuarto trimestre de 2023 se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de los datos incluidos en este Boletín Económico.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para el PIB y al tercer trimestre de 2023 para los demás componentes.

Se espera que la actividad continúe siendo débil en el primer trimestre de

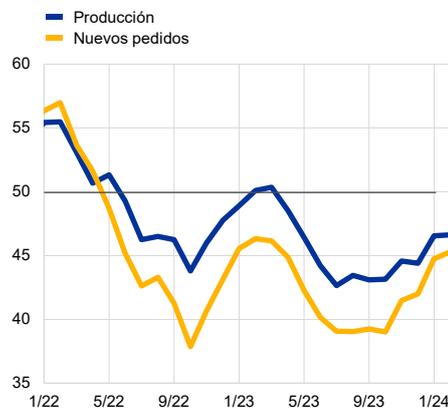
2024. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó, en promedio, en 48,6 en enero y febrero, frente a un valor de 47,2 en el cuarto trimestre de 2023. Aunque se ha recuperado claramente con respecto al mínimo más reciente de 46,5 registrado en octubre de 2023, este índice aún permanece por debajo del umbral de expansión de 50. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas se mantuvo en terreno contractivo en febrero, pese a aumentar de manera sostenida desde el verano del pasado año (panel a del gráfico 5). El índice de nuevos pedidos ha experimentado una mejora algo mayor, posiblemente relacionada con la disminución de los pedidos pendientes. La actividad de los servicios había mostrado una dinámica más estable en un nivel más elevado, pero todavía contenido, en los últimos meses, y después repuntó en febrero, lo que sugiere que el descenso iniciado el año pasado se ha detenido (panel b del gráfico 5).

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

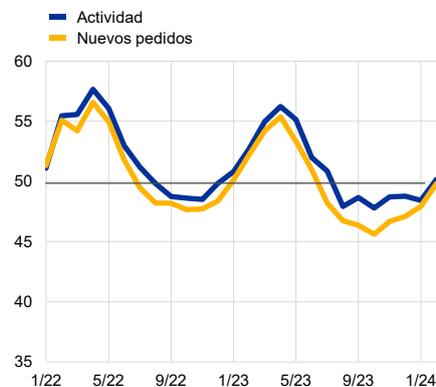
a) Manufacturas

(Índices de difusión)



b) Servicios

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

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

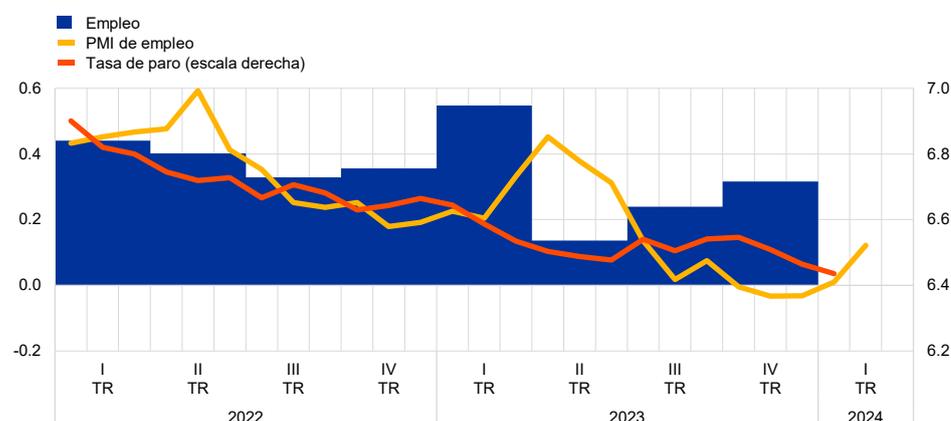
El empleo aumentó un 0,3 % en el cuarto trimestre (panel a del gráfico 6), impulsado principalmente por el crecimiento continuado de la población activa, que también creció un 0,3 % en el citado trimestre. En cambio, los datos preliminares sugieren que las horas medias trabajadas disminuyeron en ese período, lo que indica la persistente situación de infrautilización del factor trabajo (la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo). La tasa de paro se redujo ligeramente hasta situarse en el 6,4 % en enero, desde el 6,5 % observado en diciembre, registrando su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de trabajo se debilitó, pero continuó en niveles elevados, y la tasa de vacantes de empleo descendió hasta el 2,7 % en el cuarto trimestre de 2023, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

Gráfico 6

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

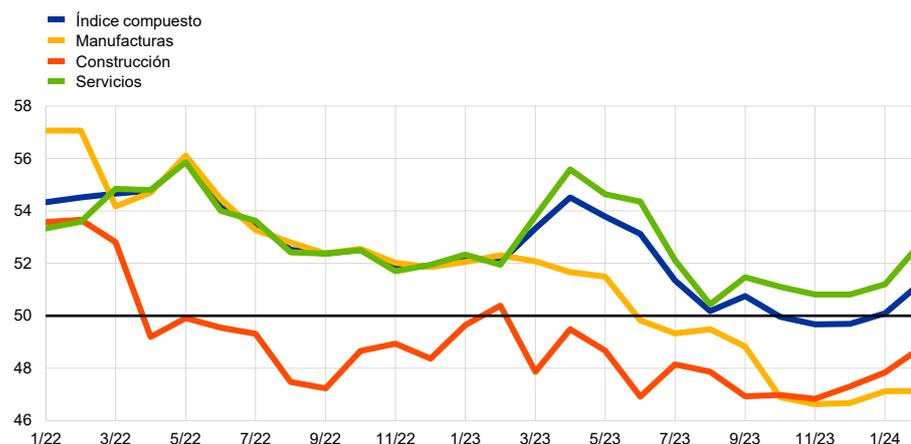
a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

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



b) PMI sectoriales de empleo

(índices de difusión)



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

Notas: En el panel a, las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para el empleo, a febrero de 2024 para el PMI de empleo y a enero de 2024 para la tasa de paro. En el panel b, las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren que el empleo ha seguido creciendo en el primer trimestre de 2024. El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 50,1 en enero hasta un valor de 51,2 en febrero, lo que apunta a un nuevo avance del empleo. Este indicador descendió considerablemente desde su máximo de abril de 2023, pero ha vuelto a subir en los dos últimos meses, impulsado por el sector servicios (panel b del gráfico 6). El PMI de servicios aumentó desde 51,2 en enero hasta 52,7 en febrero. En cambio, el PMI de manufacturas permaneció en terreno contractivo.

Es probable que el consumo privado se estancara en el cuarto trimestre de 2023, y los últimos datos apuntan a que las perspectivas seguirán siendo débiles a corto plazo. La agregación de los datos nacionales disponibles sobre consumo privado apunta a un estancamiento en el cuarto trimestre del pasado año,

dado que el consumo de servicios probablemente registró un ligero aumento, que se habría visto compensado por una contracción del gasto en bienes². Esto se refleja en la persistente debilidad de los volúmenes de ventas minoristas y de automóviles, que se mantuvieron en niveles reducidos al final del año y se situaron por debajo de la media del cuarto trimestre en enero. Además, los datos de las encuestas más recientes siguen señalando una falta general de dinamismo del gasto en bienes a principios de año. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea repuntó ligeramente en febrero, pero permanece algo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la Comisión de las expectativas empresariales sobre el comercio minorista se mantuvieron en niveles bajos en los dos primeros meses de 2024 y las relativas a las ventas de vehículos de motor se deterioraron con respecto al cuarto trimestre de 2023. Las expectativas empresariales relativas a los servicios intensivos en contacto disminuyeron en enero, pero repuntaron en febrero y permanecieron en terreno expansivo (gráfico 7). La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de enero también indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones mantiene su fortaleza. En general, la actual divergencia entre el consumo de bienes y servicios se ve respaldada por el análisis de la encuesta CES, que indica que los hogares han ajustado principalmente su consumo de bienes para hacer frente a las presiones inflacionistas en los últimos años, mientras que el gasto en ocio y turismo y viajes ha seguido aumentando, lo que sugiere un cambio en las preferencias³.

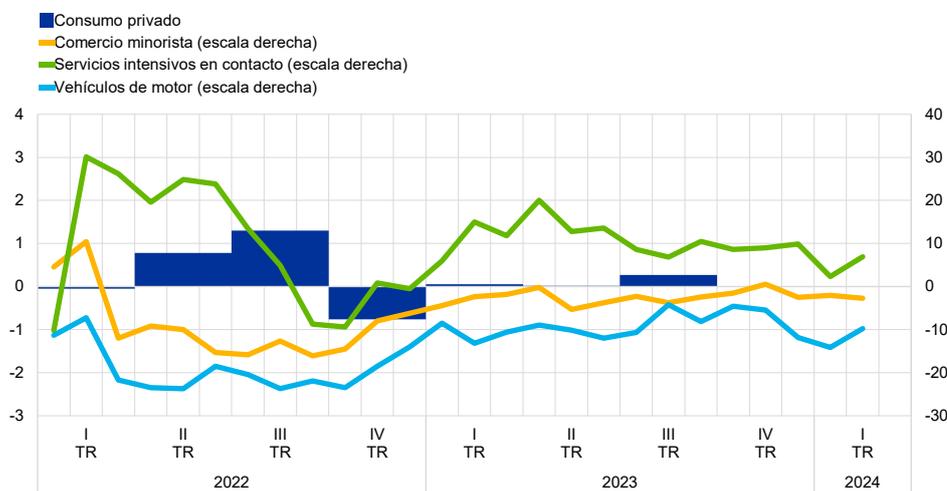
² La cobertura por países de la desagregación del PIB por el lado del gasto se sitúa en torno al 89 %.

³ Véase el recuadro titulado «¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?» en este Boletín Económico.

Gráfico 7

Consumo privado y expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios y los vehículos de motor

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

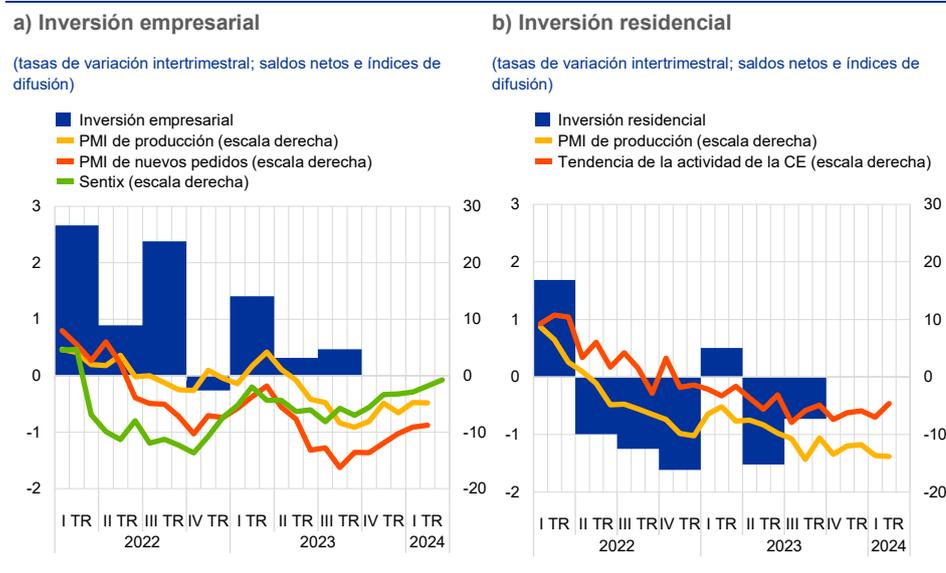
La inversión empresarial habría experimentado una contracción acusada en el cuarto trimestre de 2023 y se espera que siga siendo débil a corto plazo. La agregación de los datos nacionales disponibles para la inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) apunta a un descenso intertrimestral del 1,6 % en el cuarto trimestre de 2023, mientras que la producción industrial del sector de bienes de equipo de la zona del euro (excluida Irlanda), que suministra bienes de inversión a las empresas de la zona del euro y de otros países, siguió disminuyendo⁴. En un contexto de fuerte disminución de la cartera de pedidos pendientes, que había respaldado la inversión empresarial en los últimos trimestres, la acusada caída observada en el cuarto trimestre probablemente se debió a la debilidad de la actividad en un entorno de intensa transmisión de la política monetaria. En cuanto a las expectativas a corto plazo, según el PMI del sector de bienes de equipo, el ritmo de reducción del producto y los nuevos pedidos se ralentizó en el cuarto trimestre del año (panel a del gráfico 8). Con todo, datos más prospectivos sobre la economía en general, como los que refleja el subíndice Sentix de confianza del inversor para los próximos seis meses, han venido señalando una recuperación desde septiembre de 2023, habiendo aumentado el índice hasta alcanzar una media trimestral que no se observaba desde principios de 2022. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2024 indicaba que se esperaba que la demanda de préstamos a más largo plazo (que suelen destinarse a la inversión en capital fijo) repuntara y se adentrara en terreno positivo en el primer trimestre de 2024. Más adelante, también se espera que los desembolsos aplazados de los fondos del programa *Next Generation EU*

⁴ Los datos publicados tras la fecha límite de recepción de los datos para este Boletín Económico confirman en líneas generales esta tendencia.

contribuyan asimismo a atraer inversión empresarial relacionada con las transiciones ecológica y digital.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas se refieren a las respuestas del sector de bienes de equipo, salvo en el caso del subíndice Sentix a seis meses vista, que refleja la confianza de los inversores en general para el siguiente período (series divididas por tres para reescalar). Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión empresarial, a marzo de 2024 para el índice Sentix y a febrero de 2024 para el resto de conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión residencial y a febrero de 2024 para los demás conceptos.

Es probable que la inversión residencial haya descendido ligeramente en el cuarto trimestre de 2023, y debería seguir disminuyendo a corto plazo. El

agregado de los datos disponibles de las cuentas nacionales muestra que la inversión en vivienda en la zona del euro cayó un 0,4 en el cuarto trimestre de 2023 con respecto al tercer trimestre, mientras que la construcción de edificios en la zona del euro —un indicador adelantado de la inversión residencial— se redujo un 0,5 %. Los indicadores coyunturales apuntan a un nuevo descenso de la inversión en vivienda en el primer trimestre de 2024, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios habrían permanecido en terreno contractivo al empezar el año (panel b del gráfico 8). En general, la tendencia continuada a la baja de la inversión residencial refleja la subida significativa de los tipos de interés hipotecarios como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria y su impacto negativo en la accesibilidad a la vivienda. Es probable que el nivel persistentemente elevado de los tipos de interés haga que la accesibilidad a la vivienda siga siendo reducida y continúe afectando al dinamismo de la inversión residencial.

El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se mantuvo falto de dinamismo en torno al cambio de año. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron, en términos intertrimestrales, en diciembre, ya que la debilidad de la demanda mundial siguió lastrando las

exportaciones. En particular, la fragilidad de la economía china se reflejó en el reducido nivel de exportaciones al país asiático, mientras que se observaron señales de recuperación de las exportaciones destinadas a Estados Unidos. Al mismo tiempo, problemas de competitividad-precio frenaron la actividad exportadora, debido al nivel elevado, aunque cada vez menor, de los precios energéticos y a la anterior apreciación del euro. Asimismo, las importaciones de la zona del euro siguieron faltas de dinamismo en diciembre como consecuencia de la atonía de la actividad en la zona. Como las importaciones continuaron descendiendo a un mayor ritmo que las exportaciones, la demanda exterior neta siguió contribuyendo positivamente al PIB en el cuarto trimestre. De cara al futuro, las exportaciones deberían empezar a recuperarse a medida que la demanda mundial repunte y las presiones externas relacionadas con la competitividad-precio disminuyan. Sin embargo, a corto plazo, los indicadores de opinión apuntan a que la actividad exportadora de la zona del euro continuará siendo débil, dado que los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios permanecen en terreno contractivo.

Se espera que el crecimiento de la zona del euro inicie una recuperación cíclica a lo largo de este año. Si no se producen nuevas perturbaciones, esta recuperación se producirá inicialmente por el apoyo del aumento de la renta real disponible al consumo privado, en un contexto de descenso de la inflación y de sólido crecimiento de los salarios. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la inversión, en parte debido a la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria del BCE.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,6 % en 2024, que aumentará hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024, mientras que se han mantenido prácticamente sin variación para 2025 y 2026⁵.

⁵ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

3 Precios y costes

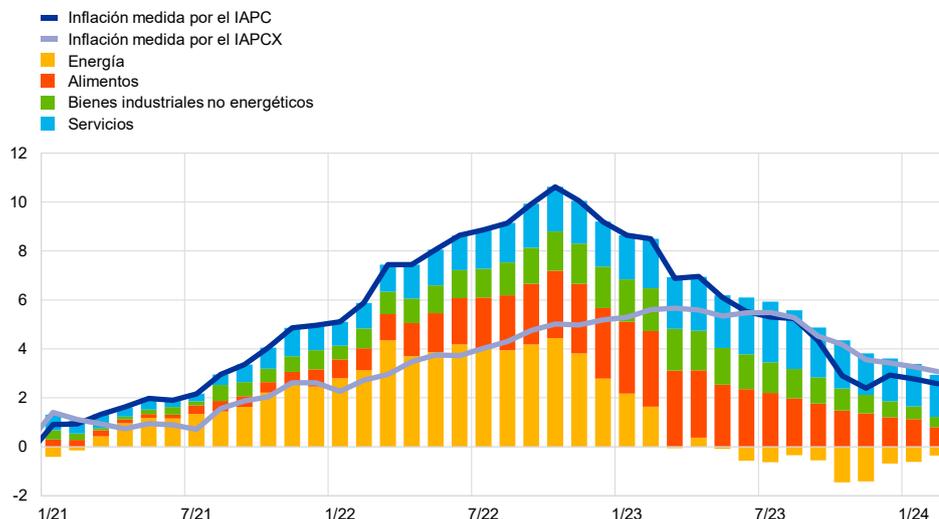
La inflación general de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2,6 % en febrero de 2024, desde el 2,8 % registrado en enero. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente siguieron disminuyendo en enero y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también descendió en febrero. No obstante, las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad del trabajo. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron, en general, estables en febrero y la mayoría se situaron en torno al 2 %. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, la inflación general disminuirá gradualmente y se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2024, el 2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación general, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 2,6 % en febrero, desde el 2,8 % registrado en enero (gráfico 9). Este descenso se produjo como resultado de la caída de las tasas de inflación que se observó en todos los componentes principales menos en la energía, cuya tasa pasó a ser menos negativa en febrero (-3,7 %, frente al -6,1 % de enero). La inflación de los alimentos continuó disminuyendo y pasó del 5,6 % en enero al 4 % en febrero. Esta disminución reflejó la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, que fue particularmente pronunciada en los últimos debido a un efecto de base negativo derivado de la evolución observada en 2023. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), volvió a caer hasta situarse en el 3,1 % en febrero, desde el 3,3 % de enero, como consecuencia del descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (1,6 % en febrero, frente al 2 % de enero) y de los servicios (3,9 % en febrero, frente al 4 % de enero). Las tasas de crecimiento cada vez más bajas de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos reflejan la disminución continuada de las presiones latentes sobre los precios, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios está relacionada, entre otros factores, con la mayor influencia de los costes laborales en algunos de sus componentes.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

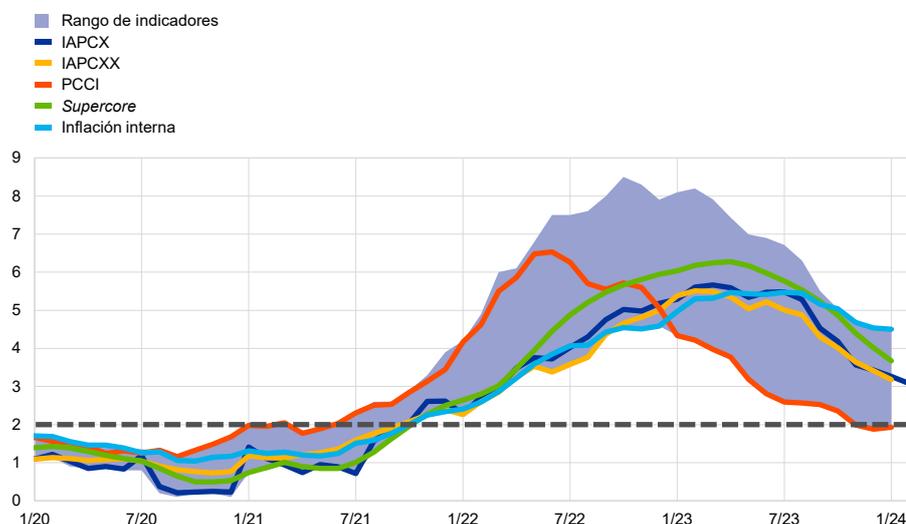
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 (estimación de avance).

Según los últimos datos disponibles, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, debido a la desaparición gradual de los efectos de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las disrupciones en las cadenas de suministro, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 10). Los valores de los indicadores oscilaron entre el 1,9 % y el 4,5 % en enero; el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en la parte inferior del rango, y el indicador de la inflación interna en la parte superior. La inflación medida por el IAPCXX (que se refiere a la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado) se redujo hasta el 3,2 % en enero, desde el 3,4 % observado en diciembre. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, disminuyó desde el 4 % en diciembre hasta el 3,7 % en enero, mientras que el indicador PCCI basado en modelos se mantuvo sin variación en el 1,9 % en el mismo período. El indicador de la inflación interna (que excluye los componentes con un alto contenido importador) ha sido el que ha registrado el nivel más elevado y más persistente, ya que se situó en el 4,5 % en diciembre de 2023 y en enero de 2024, lo que refleja la importancia relativa de las presiones salariales.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX y a enero de 2024 para los demás indicadores.

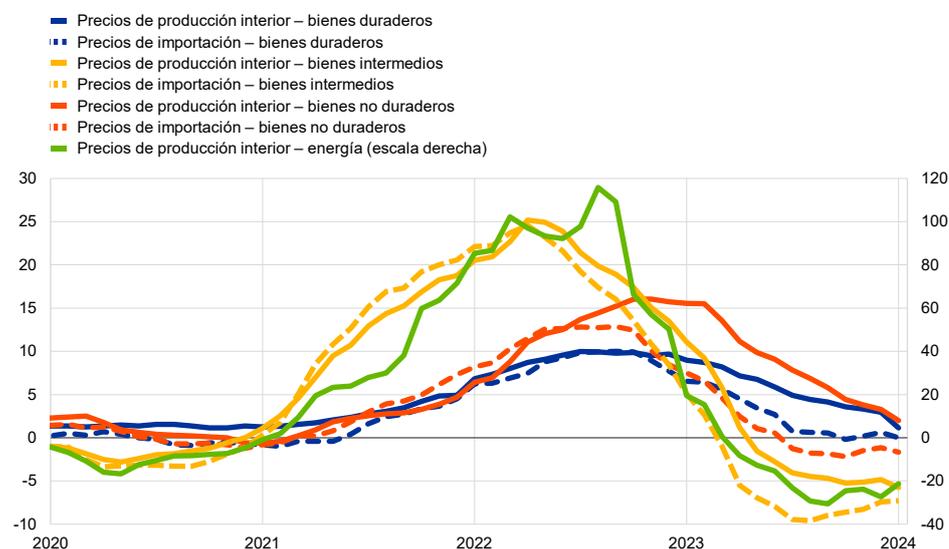
Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva siendo negativa desde marzo de 2023, aumentó hasta el -21,3 % en enero, desde el -27,3 % de diciembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también siguió siendo negativa (-5,8 % en enero, frente al -4,8 % de diciembre). Lo mismo ha sucedido con la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes (-7,3 % en enero, frente al -7,4 % en diciembre). Mientras tanto, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo duradero cayó hasta el 1,1 % en enero, desde el 2,9 % de diciembre, y la tasa de crecimiento interanual correspondiente a los precios de importación fue de cero en enero, frente al 0,6 % registrado en diciembre. Esta evolución confirma que las presiones latentes acumuladas sobre los precios continúan moderándose gradualmente. También se observó una disminución adicional de la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no duradero, que siguió reduciéndose en enero hasta situarse en el 2 %, su nivel más bajo desde mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estos bienes se mantuvo en niveles negativos (-1,7 % en enero, frente al -1,2 % de diciembre). Los bienes de consumo no duradero incluyen productos alimenticios, que inicialmente registraron un retroceso en sus tasas de variación interanual de los precios de producción más rápido que los bienes no alimenticios. Sin embargo, más recientemente se ha observado una convergencia hacia los bienes no alimenticios en lo que respecta al ritmo de descenso.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Los últimos datos disponibles cuando se llevó a cabo el análisis sugieren que las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, han comenzado a remitir. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 5,9 % en el tercer trimestre de 2023, desde el 6,1 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios (gráfico 12). Por tanto, los datos más recientes corroboraron el efecto amortiguador esperado frente a la intensificación de las presiones derivadas de los costes laborales. El ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el tercer trimestre refleja una tasa de avance de la productividad del trabajo más negativa, lo que oculta el hecho de que el crecimiento salarial, medido por la remuneración por asalariado o la remuneración por hora, había disminuido. La información disponible sobre un elevado número de países señalaba que en el cuarto trimestre de 2023 el crecimiento de los salarios había seguido ralentizándose en la zona del euro y el de los costes laborales unitarios se había moderado en cierta medida¹. El ritmo de avance de los salarios negociados se redujo hasta situarse en el 4,5 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 4,7 % del trimestre anterior, lo que confirma la relajación de las presiones salariales en la última parte del año. Los datos sobre los últimos acuerdos salariales apuntan a una

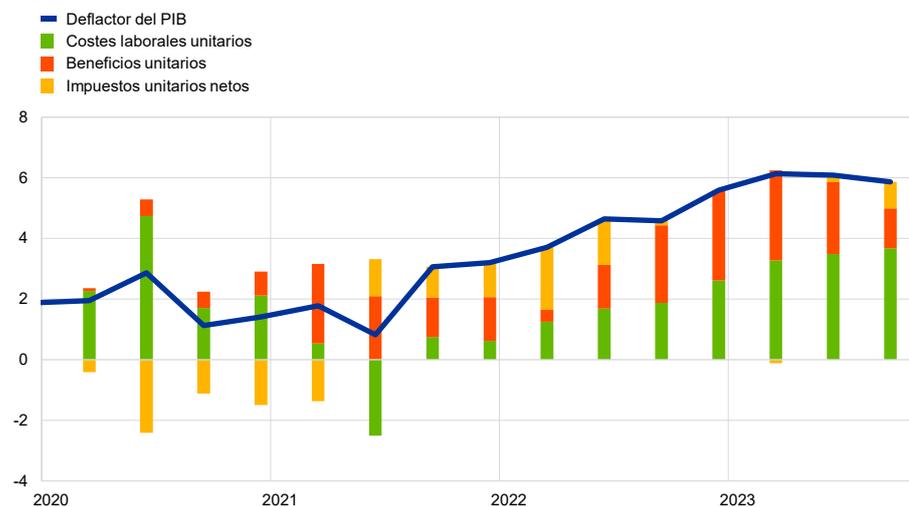
¹ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 6 de marzo de 2024. Según los datos de las cuentas nacionales publicados el 8 de marzo de 2024, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue más baja en el cuarto trimestre de 2023 que en el tercer trimestre (4,6 %, frente al 5,1 %) al igual que la correspondiente a los costes laborales unitarios (5,8 %, frente al 6,5 %). La tasa de avance interanual del deflactor del PIB se redujo desde el 5,9 % en el tercer trimestre hasta el 5,3 % en el cuarto trimestre de 2023, y también incluyó un descenso del crecimiento de los beneficios unitarios (del 4,7 % al 2,8 %).

disminución gradual de dichas presiones, aunque permanecerán en niveles relativamente elevados en los próximos meses².

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación también se mantuvieron, en general, sin variación y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 13). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) de marzo de 2024, la media de las expectativas a largo plazo (para 2028) se situó en el 2 %.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco) en el tramo más largo de la curva se mantuvieron estables, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %, lo que representa un descenso con respecto al máximo de varios años alcanzado a principios de agosto de 2023. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de los datos de inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores esperan que la inflación continúe cayendo en 2024 y se sitúe, en promedio, en el 2 % en la segunda mitad del año. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año apenas varió durante el período analizado y se situó en el 2,1 %. Por el lado del consumo, en la encuesta

² Véase Górnicka y Koester (editores), «*A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

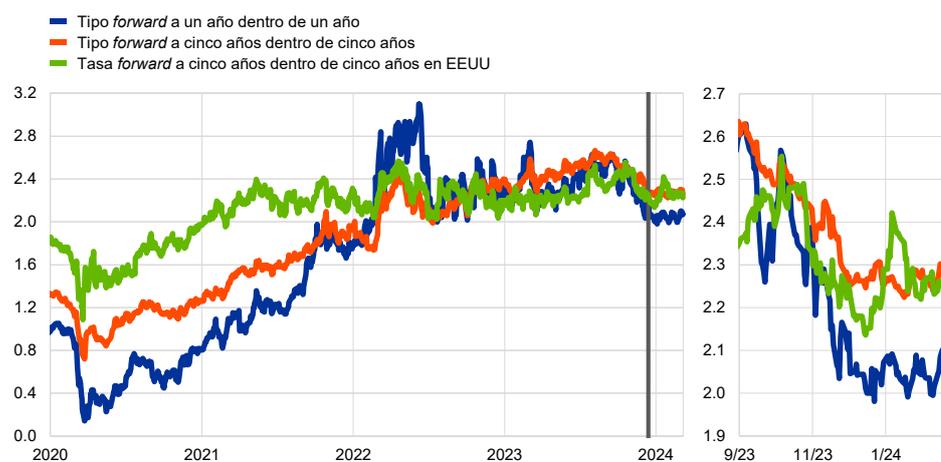
del BCE sobre las expectativas de los consumidores de enero de 2024 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes era del 3,3 %, frente al 3,2 % registrado en diciembre, mientras que la tasa esperada a tres años vista se ha mantenido en el 2,5 %.

Gráfico 13

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

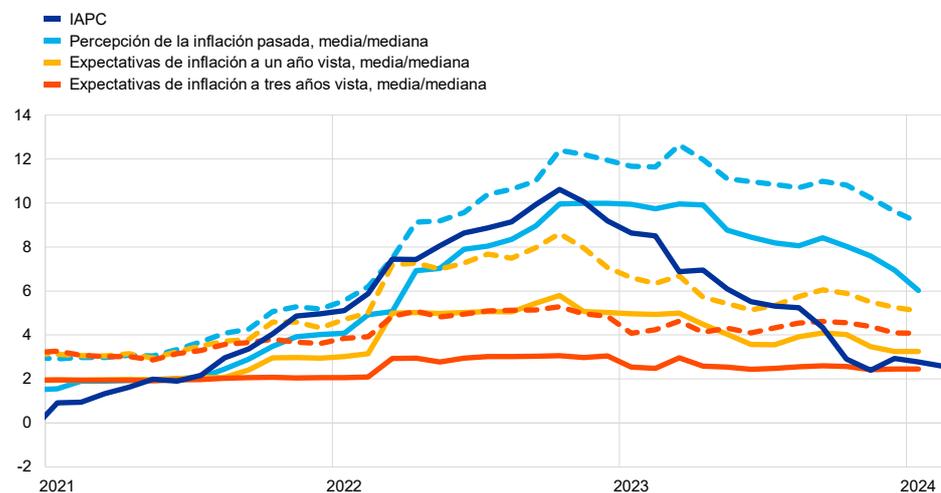
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). En el panel b, las líneas discontinuas representan la media y las líneas continuas, la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024 para los tipos *forward*, a febrero de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a enero de 2024 para los demás indicadores.

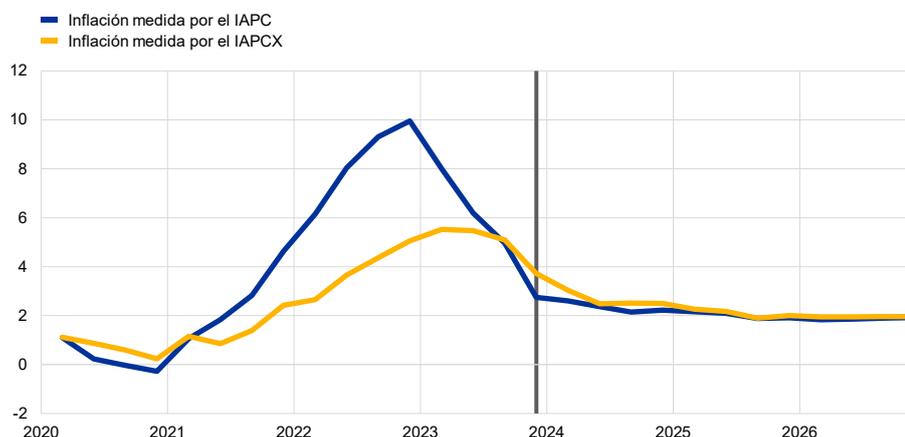
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2024, la inflación general seguirá moderándose, desde el

2,3 % en 2024, hasta el 2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14)³. Esta moderación refleja la continua relajación de las presiones latentes, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria. Se espera que el crecimiento salarial continúe siendo considerable, impulsado por la alta inflación y por el tensionamiento de los mercados de trabajo. Sin embargo, se prevé que el crecimiento de los salarios nominales descienda gradualmente, pero que se mantenga elevado, lo que permitiría que, para 2025, los salarios reales converjan a los niveles anteriores al repunte de la inflación. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2023, las proyecciones de la inflación general se han revisado a la baja para 2024 y para 2025, en 0,4 y en 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, debido principalmente a los efectos directos e indirectos de unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas y de la reducción de las presiones de los costes laborales. Las proyecciones de la inflación general para 2026 no se han revisado. Se prevé que la inflación medida por el IAPCX siga disminuyendo en los próximos años y que se sitúe, en promedio, en el 2,6 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 2 % en 2026. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2023, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado a la baja para todo el horizonte de proyección. Concretamente, se ha corregido a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2024, 0,2 puntos porcentuales para 2025 y 0,1 puntos porcentuales para 2026.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#).
 Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024 se finalizaron el 21 de febrero y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 9 de febrero de 2024. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

³ Véase [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#) para información más detallada.

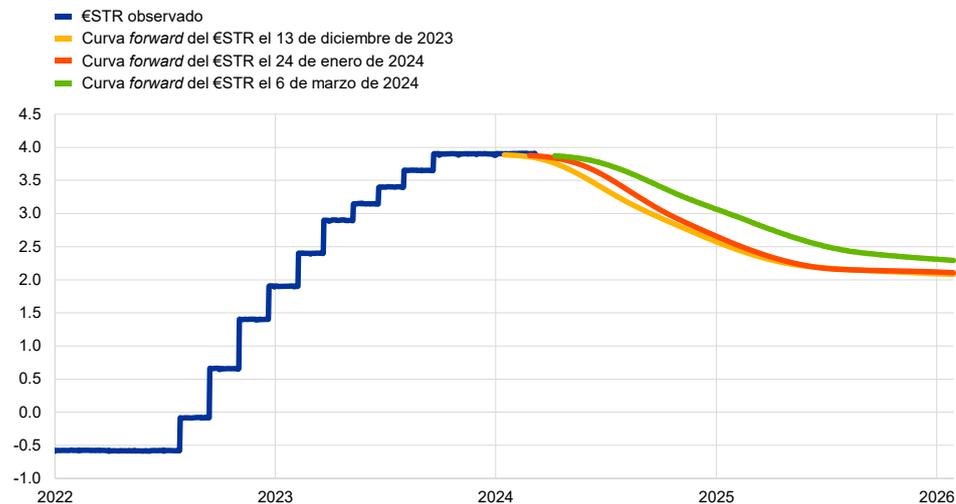
Durante el período de referencia comprendido entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024, los mercados financieros de la zona del euro siguieron poniendo el foco en el momento y la magnitud de las futuras reducciones de los tipos de interés de política monetaria. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se desplazaron al alza, ya que los participantes en los mercados revisaron sus expectativas hacia recortes de tipos oficiales del BCE más tardíos y menos numerosos en 2024. Concretamente, al final del período analizado, la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de 25 puntos básicos en el segundo trimestre de 2024 y disminuciones acumuladas de 100 puntos básicos a lo largo de 2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo se desplazaron inicialmente a la baja tras la reunión de diciembre, pero después revirtieron el movimiento, lo que también estuvo en consonancia con una mayor revisión de la curva en Estados Unidos debido a que los datos de crecimiento y de inflación publicados en el país norteamericano sorprendieron al alza. Los rendimientos de la deuda soberana se movieron prácticamente a la par que los tipos libres de riesgo, dado que la dispersión de los diferenciales soberanos con respecto al tipo OIS (overnight index swap) se redujo y el incremento del volumen de emisiones de bonos fue absorbido por los inversores. Los precios de las acciones de la zona del euro registraron una ligera subida, pero su comportamiento fue peor que el de sus equivalentes en Estados Unidos, al verse lastrados por las nuevas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios en la zona. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se depreció un poco frente al dólar estadounidense.

La curva *forward* del OIS se ha desplazado al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, debido a que los participantes en los mercados revisaron el momento esperado del primer recorte de tipos a más adelante en el segundo trimestre de 2024 (gráfico 15). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) permaneció estable en el 3,9 % durante el período de referencia al no haber variado el tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno mantuvo en el 4 % desde la reunión de política monetaria de septiembre de 2023. El exceso de liquidez disminuyó alrededor de 83 mm de euros, hasta una cifra de 3.500 mm de euros, principalmente como consecuencia de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de esta cartera. Los tipos *forward* del OIS basados en el €STR que abarcan las próximas reuniones del Consejo de Gobierno han aumentado desde la reunión de diciembre. Esta evolución indica que los participantes en los mercados esperan que la primera rebaja de tipos de interés oficiales se produzca algo más tarde de lo anticipado con anterioridad y que habrá menos recortes de tipos antes del final del año de lo que se esperaba previamente. En concreto, al término del período analizado, la curva *forward* descontaba casi completamente un recorte inicial de

tipos de 25 puntos básicos en el segundo trimestre de 2024 y disminuciones acumuladas de 100 puntos básicos a lo largo de 2024.

Gráfico 15 Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

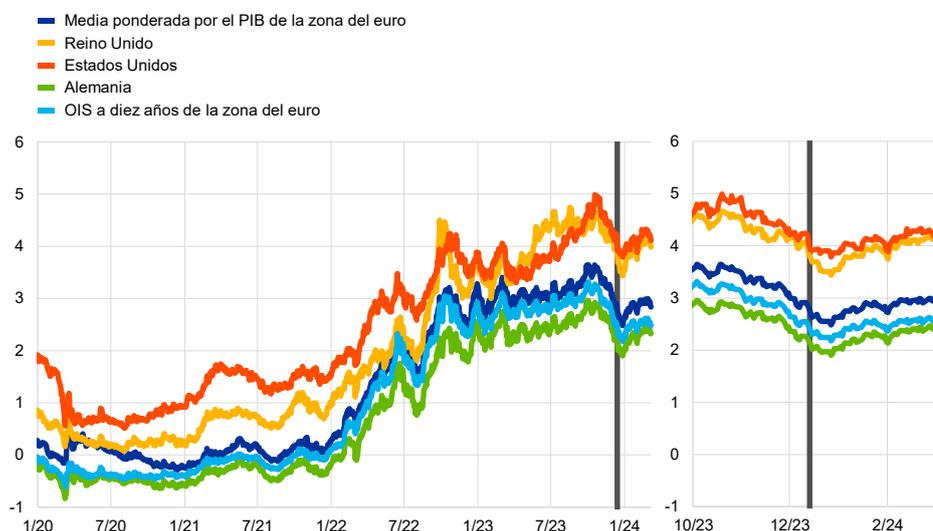
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro aumentaron, en consonancia con una revisión de la curva de tipos de interés en Estados Unidos incluso más acusada, ya que la economía estadounidense mantuvo su fortaleza (gráfico 16). Al comienzo del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo disminuyeron sustancialmente: a finales de diciembre, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 20 puntos básicos por debajo del nivel registrado al comienzo del período analizado. Posteriormente, el movimiento de los tipos de riesgo a largo plazo de la zona del euro se revirtió con creces, en consonancia, en líneas generales, con las mayores variaciones de los rendimientos de la deuda pública estadounidense, debido en parte a la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y a una revisión de las expectativas de política monetaria a ambos lados del Atlántico. Al final del período de referencia, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó en torno al 2,5 %, unos 10 puntos básicos por encima de su nivel inicial. El rendimiento de la deuda estadounidense a diez años se elevó unos 19 puntos básicos y alcanzó el 4,1 %, mientras que el equivalente del Reino Unido se incrementó alrededor de 21 puntos básicos, hasta situarse en el 4 %.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

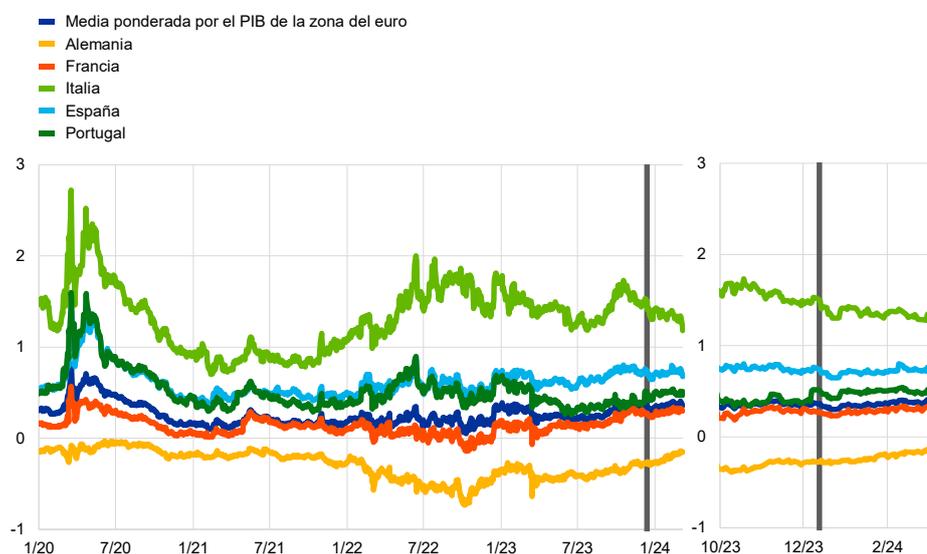
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se movieron prácticamente a la par que los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó unos 11 puntos básicos y se situó en torno al 2,8 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo registró un leve incremento. Los diferenciales soberanos en los distintos países se estrecharon, dado que los diferenciales de algunos de los bonos soberanos con rentabilidad más alta disminuyeron y el rendimiento de la deuda soberana alemana redujo su diferencia negativa con respecto al OIS. El período de referencia se caracterizó por la capacidad de resistencia del mercado de deuda soberana, habiendo sido absorbidos los mayores volúmenes de emisiones de bonos por los inversores privados.

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad se redujeron significativamente en un contexto de percepción favorable del riesgo.

Durante el período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad disminuyeron de forma considerable, en torno a unos 37 puntos básicos, especialmente después del cambio de año. El descenso fue más acusado para el sector financiero que para las sociedades no financieras. En cambio, los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de grado de inversión solo registraron fluctuaciones moderadas y se mantuvieron, en general, sin variación. Desde una perspectiva de más largo plazo, los niveles actuales de los diferenciales de los valores de renta fija privada siguen siendo bajos en términos históricos, sobre todo en el caso de los bonos de alta rentabilidad, y se sitúan unos 50 puntos básicos por debajo de los observados en diciembre de 2021, después de haber aumentado hasta colocarse alrededor de 250 puntos básicos por encima de esos niveles a lo largo de 2022. Los diferenciales más reducidos contribuyeron a contener el incremento del coste de los valores de renta fija en un momento de subidas pronunciadas y rápidas de los tipos de interés libres de riesgo.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, respaldados por el sentimiento de los mercados, pese a las nuevas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios y al ligero incremento de los tipos de descuento (gráfico 18).

Durante el período de referencia, el índice bursátil amplio de la zona del euro se revalorizó, aunque en menor medida que su equivalente estadounidense. Los dos índices ganaron en torno a un 6 % y un 8 %, respectivamente, y se espera que los beneficios nominales crezcan mucho menos

en la zona del euro que en Estados Unidos en el transcurso de 2024. El peor comportamiento observado en la zona del euro, no solo durante el período analizado, sino también desde el mínimo registrado a finales de octubre, fue relativamente generalizado, dado que tanto la capitalización bursátil como los índices con la misma ponderación se incrementaron menos que en el país norteamericano. Aunque las cotizaciones del sector financiero avanzaron a un ritmo similar a ambos lados del Atlántico, las del sector no financiero de la zona del euro se comportaron peor que sus equivalentes en Estados Unidos. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por el descenso de las primas de riesgo de las acciones, que compensó con creces la revisión a la baja de las previsiones de beneficios y el aumento de los tipos de descuento.

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se depreció algo frente al dólar estadounidense (gráfico 19).

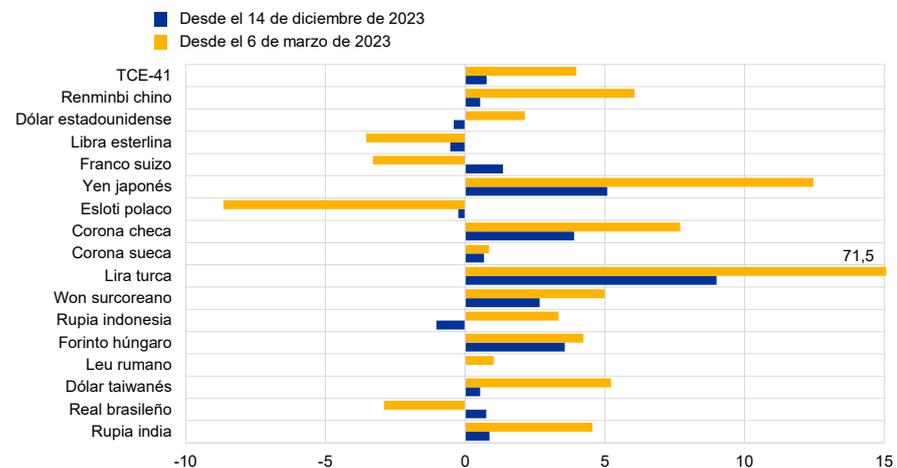
Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 0,8 %. La tenue apreciación de la moneda única refleja una revalorización frente a las monedas de varias economías avanzadas (por ejemplo, un 5 % frente al yen japonés), economías emergentes y Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En cambio, el euro se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,4 %) en un contexto de fluctuaciones durante el período, sobre todo como consecuencia de los cambios en las expectativas de los participantes en los mercados con respecto a la fortaleza económica relativa y los tipos de interés oficiales. Entre mediados de diciembre y el cambio de año, la moneda única se apreció frente al dólar estadounidense pues los participantes en los mercados interpretaron la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) de

diciembre como un giro hacia un tono menos restrictivo de su política monetaria, mientras que el mayor apetito por el riesgo afectó al dólar. Desde que comenzó 2024, el euro ha perdido valor frente al dólar estadounidense, reflejo de la mayor resiliencia económica de Estados Unidos en comparación con la zona del euro, y los participantes en los mercados redujeron sus expectativas de recortes inminentes de los tipos oficiales estadounidenses después de la comunicación más cautelosa de la Reserva Federal en la reunión del FOMC de enero. En Estados Unidos, esta interpretación se vio reforzada adicionalmente en febrero por la publicación de datos que muestran la fortaleza del mercado de trabajo y un índice de precios de consumo más alto de lo esperado.

Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 6 de marzo de 2024.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito volvieron a repuntar en enero de 2024, tras caer en el cuarto trimestre de 2023, y se mantuvieron en un nivel elevado en términos históricos. En el período comprendido entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024, el coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija se incrementó ligeramente, mientras que el de la financiación mediante acciones disminuyó de forma marginal. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas permanecieron básicamente sin variación, si bien los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron algo. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo próxima a cero, debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron en un nivel elevado en términos históricos, pese al descenso del rendimiento de los bonos. En enero de 2024, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a repuntar ligeramente, con una heterogeneidad considerable entre países, después de haber caído con respecto al máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 20). Tras registrar un retroceso significativo en el cuarto trimestre de 2023, la rentabilidad de los bonos bancarios aumentó en el primer trimestre de 2024 (panel b del gráfico 20), reflejo de una evolución similar de la curva de tipos de interés libres de riesgo (véase sección 4). En enero de 2024, los tipos de interés de los depósitos (agregados), que representan el grueso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, se elevaron nuevamente, en distinta medida entre instrumentos y sectores. Mientras que los tipos de interés de los depósitos a la vista registraron una subida moderada, los de los depósitos a plazo cayeron en dicho mes, lo que provocó un ligero estrechamiento del amplio diferencial entre ambos tipos de depósitos. La competencia cada vez mayor entre las entidades de crédito por los depósitos de clientes elevó sus costes de financiación mediante estos instrumentos. Para los prestamistas minoristas, que dependen en gran medida de la financiación mediante depósitos, los costes siguieron incrementándose debido a la presión sostenida al alza procedente de la debilidad de los volúmenes de depósitos en términos agregados. En cambio, las entidades que dependen de la financiación mayorista se beneficiaron más del descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios en el cuarto trimestre de 2023, aunque también habían sufrido un aumento mayor y más rápido de sus costes de financiación mediante depósitos en las primeras fases del ciclo de endurecimiento. En general, la composición del pasivo bancario continuó cambiando hacia fuentes de financiación más caras. Además, la liquidez del sistema financiero ha ido absorbiéndose de forma mecánica, dado que el balance del Eurosistema ha seguido normalizándose.

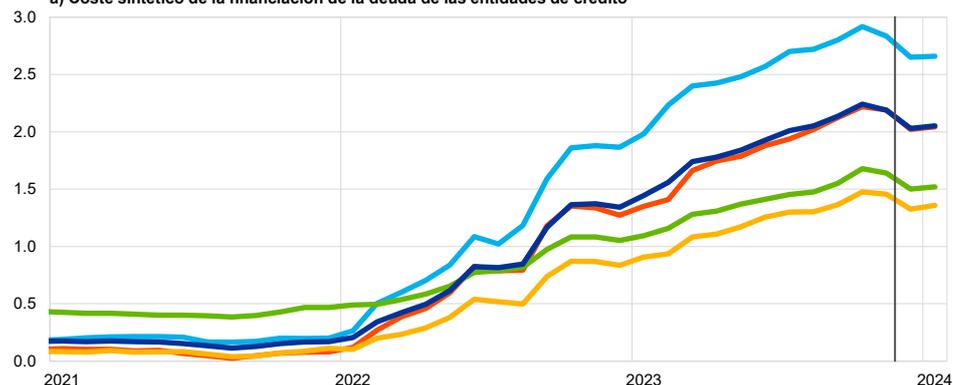
Gráfico 20

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

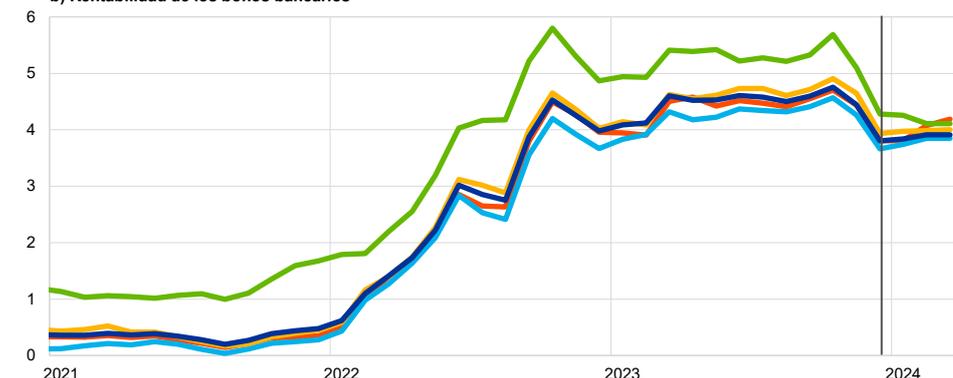
(porcentajes)

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

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 costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. La línea vertical gris de los paneles a y b marca el 31 de octubre de 2023. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 6 de marzo de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

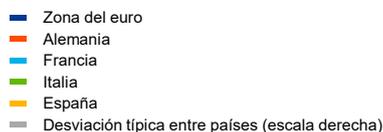
En enero de 2024, los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas permanecieron básicamente sin variación, si bien los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y los hogares en los países de la zona del euro comenzaron a aumentar con intensidad a principios de 2022 y han mostrado señales de estabilización en estos elevados niveles desde noviembre de 2023 (gráfico 21). Los tipos de interés de los préstamos a empresas se situaron en el 5,22 % en enero de 2024, en comparación con el 5,25 % aplicado en diciembre de 2023, mientras que los de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron una disminución moderada, desde el 3,97 % en diciembre de 2023 hasta el 3,87 % en enero de 2024. Esta disminución fue generalizada en los

principales países de la zona del euro y resultó más acusada en los préstamos con períodos medios y más largos de fijación del tipo. Las variaciones en la magnitud de la caída ayudaron a reducir la dispersión de los tipos de los préstamos. Asimismo, los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para consumo y para descubiertos y del crédito al consumo siguieron incrementándose en enero. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (gráfico 21), lo que sugiere una correcta transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro. Al tiempo que las subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios continúan trasladándose a los saldos vivos de los préstamos para adquisición de vivienda y que los costes del servicio de la deuda aumentan, un porcentaje creciente de hogares, especialmente los situados en los quintiles de rentas más bajas, indicó en la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero de 2024 que esperaba tener dificultades para hacer frente a las cuotas hipotecarias en los tres meses siguientes.

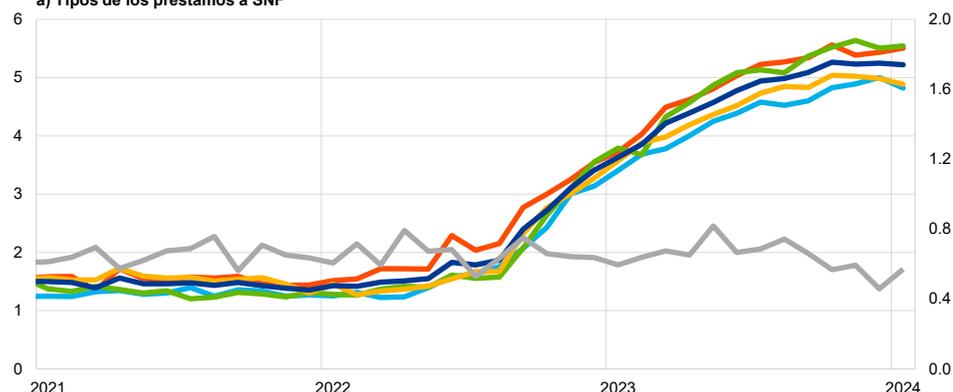
Gráfico 21

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

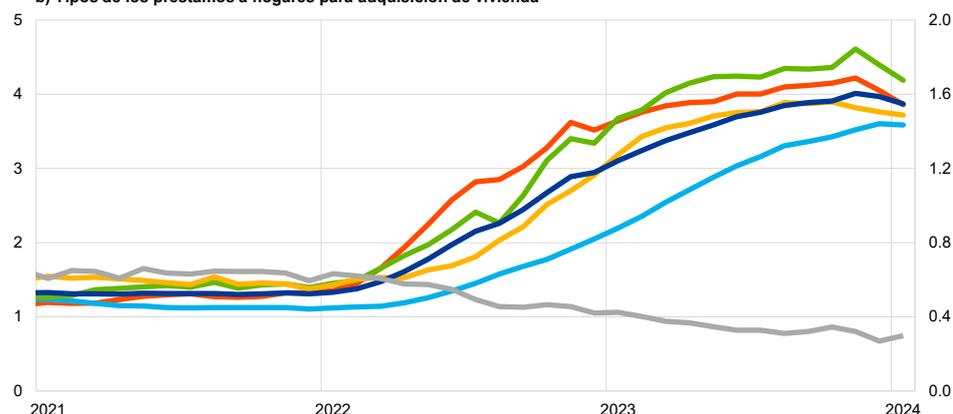
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Los datos diarios del período de referencia —entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024— muestran que el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija se incrementó ligeramente y que el de la financiación mediante acciones disminuyó de forma marginal. Sobre la base de datos mensuales, el coste total de la financiación de las SNF correspondiente a enero de 2024 —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— cayó considerablemente desde el máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 y se situó en el 6 %, 10 puntos básicos por debajo del nivel de diciembre (gráfico 22)¹. Esta evolución se debió, sobre todo, al

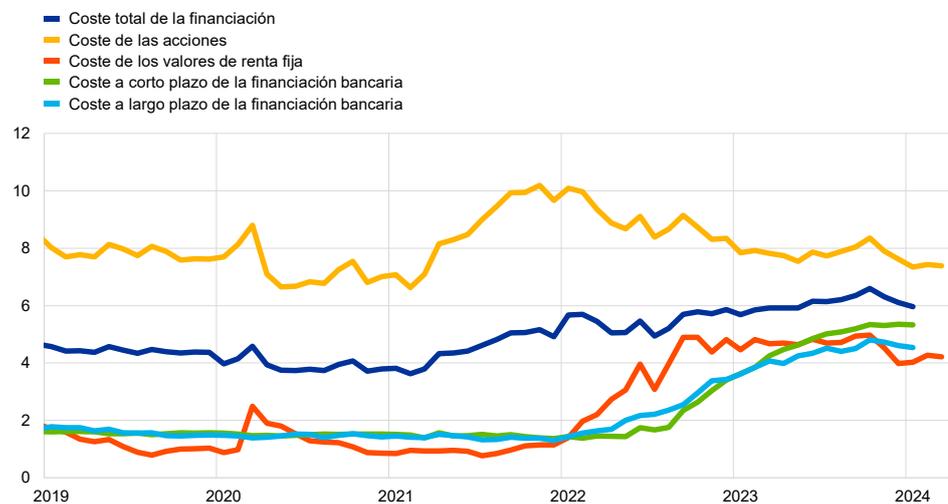
¹ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta enero de 2024.

descenso del coste de las acciones, ya que el de los demás componentes no registró cambios significativos. Utilizando los datos diarios, el coste de los valores de renta fija aumentó durante el período analizado, dado que el ascenso del tipo de interés libre de riesgo no se contrarrestó del todo con la compresión de los diferenciales de los bonos de las SNF en los segmentos de alta rentabilidad. Al mismo tiempo, el coste de las acciones se redujo ligeramente, debido a la disminución de la prima de riesgo que compensó con creces el citado aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) (véase sección 4).

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a enero de 2024 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 se estabilizó en niveles reducidos en enero de 2024, en un entorno de tipos de interés elevados, de atonía de la demanda de préstamos y de criterios de aprobación restrictivos.

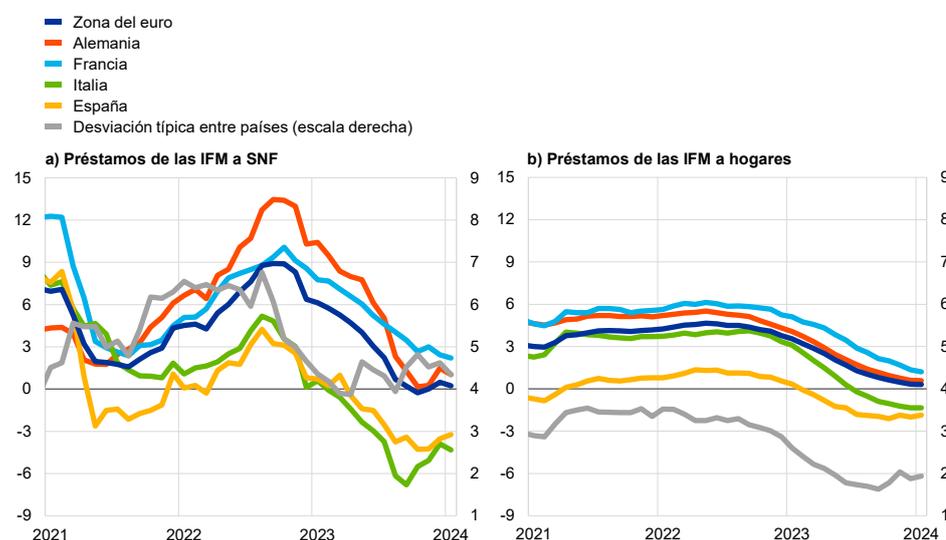
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó hasta el 0,2 % en enero de 2024, desde el 0,5 % de diciembre de 2023 (panel a del gráfico 23), con una heterogeneidad considerable entre países. Al mismo tiempo, la volatilidad fue en aumento, como refleja la fuerte contracción del crédito a corto plazo en enero, que revirtió un incremento de proporciones similares registrado en los dos meses anteriores. En conjunto, la persistente debilidad del crecimiento de los préstamos continúa siendo acorde con el estancamiento de la dinámica crediticia observado desde principios de 2023 como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda agregada, de los duros criterios de concesión y del tono restrictivo de la política monetaria. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo hasta el 0,3 % en enero de 2024, desde el 0,4 % de diciembre de 2023 (panel b del gráfico 23), en un entorno de perspectivas negativas para el

mercado de la vivienda, de ligero endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de altos tipos de interés de los préstamos. Esta reducción estuvo determinada principalmente por los préstamos para adquisición de vivienda y a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras que el crecimiento de los préstamos para consumo se mantuvo estable, debido fundamentalmente a la demanda de los quintiles de rentas más bajas, lo que tuvo su reflejo en un aumento de las solicitudes de préstamos denegadas. Además, los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero de 2024 sugieren que 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 los doce meses siguientes.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

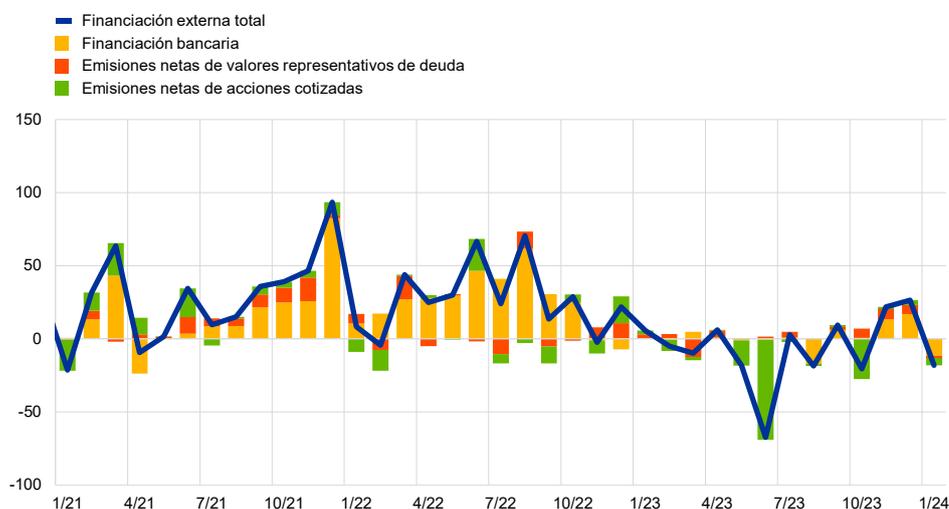
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica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

El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro continuó siendo débil en el cuarto trimestre de 2023 y en enero de 2024, reflejo de los bajos niveles de financiación mediante deuda. Si bien la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta aumentó del $-0,9\%$ en octubre de 2023 al $0,8\%$ en enero de 2024, el flujo mensual volvió a ser negativo en enero (gráfico 24). A diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de debilidad de la dinámica crediticia, las emisiones de bonos corporativos no compensaron el descenso total de los préstamos bancarios. En enero, la demanda de préstamos por parte de las empresas correspondía principalmente a plazos cortos, mientras que los préstamos a más largo plazo fueron sustituidos por los bonos corporativos. Además, las emisiones de acciones cotizadas continuaron mostrando falta de dinamismo.

Gráfico 24

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

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

Las empresas y los hogares continuaron desplazando fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo en enero de 2024.

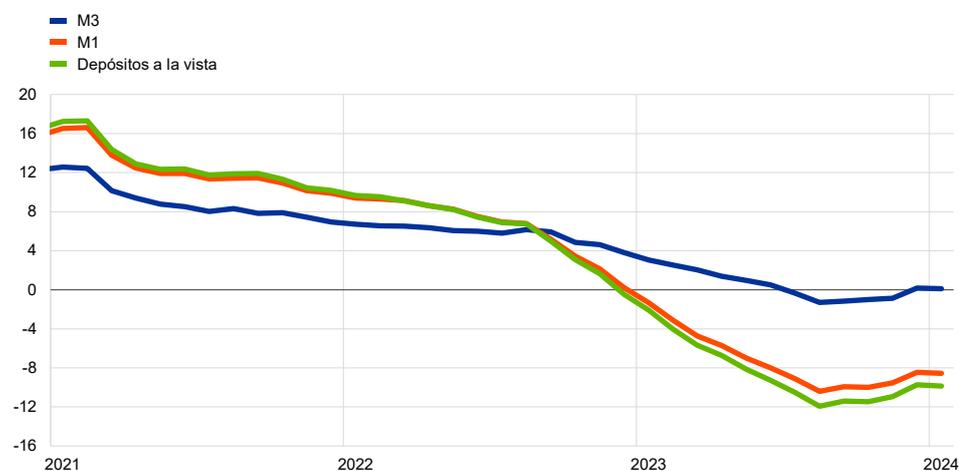
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió contrayéndose y se situó en el $-9,9\%$ en enero de 2024, frente al $-9,7\%$ registrado en diciembre de 2023 (gráfico 25). La fuerte preferencia por los depósitos a plazo se explica por el considerable diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los de los depósitos a la vista, que refleja los elevados costes de oportunidad de mantener instrumentos muy líquidos². En enero, los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo se situaron cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Asimismo, se registró otro importante desplazamiento mensual de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo de los hogares y un repunte del ritmo al que las empresas reajustaban estos dos instrumentos, que se había ralentizado considerablemente en el cuarto trimestre de 2023.

² Como en ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Véase también el recuadro titulado «[La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

Gráfico 25

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

En enero de 2024, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo próxima a cero, debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro disminuyó de forma marginal y se situó en el 0,1 % en enero de 2024, frente al 0,2 % registrado en diciembre de 2023 (gráfico 25). En enero, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos líquidos de M3, cayó ligeramente hasta el -8,6 %, desde el -8,5 % de diciembre. Tras un flujo de entradas relativamente alto en el cuarto trimestre de 2023, M3 registró salidas mensuales considerables en enero, en un entorno de creciente volatilidad y de desplazamientos de carteras en detrimento de este agregado, que reforzaron la débil dinámica monetaria. Las salidas observadas en enero obedecieron a la reversión parcial de las compras de deuda pública por parte de las entidades de crédito en diciembre, compensada por un aumento de la deuda pública en manos del sector tenedor de dinero, y a las nuevas emisiones de bonos bancarios a largo plazo en anticipación de los inminentes reembolsos, en marzo de 2024, de fondos obtenidos en las TLTRO. Estas salidas se contrarrestaron en parte con un incremento de las entradas del exterior, que reflejaron un abultado superávit por cuenta corriente, en un entorno de debilidad de las importaciones, y un mayor interés de los inversores extranjeros por los valores de la zona del euro. Además, la reducción del balance del Eurosistema continuó teniendo un efecto contractivo en la creación de dinero, al igual que el estancamiento del crédito al sector privado.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente hasta situarse en el 2,9 % del PIB en 2024, pero solo de forma marginal a partir de entonces, y se estabilizará en el 2,8 % en 2025 y 2026. Por tanto, se prevé que la reducción gradual del déficit presupuestario observada desde la fase más aguda de la pandemia se detenga y que incluso empiece a aumentar levemente. Como reflejo, en líneas generales, de esta evolución, la orientación de la política fiscal de la zona del euro experimentaría un endurecimiento significativo en 2024, pero apenas se endurecería posteriormente. Esta orientación más restrictiva de la política fiscal refleja la expectativa de que los Gobiernos sigan retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía. Dado que este endurecimiento no continuaría después de 2024, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro siga siendo elevada y aumente ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 88,3 % estimado en 2023 hasta alrededor del 88,6 % en 2026. El 21 de febrero de 2024, la Comisión publicó la evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Aunque se ponen de relieve algunos avances, sigue siendo importante acelerar la implementación del programa NGEU para aprovechar todo su potencial. Tras el reciente acuerdo político provisional entre el Consejo ECOFIN y el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, el proceso legislativo debe concluirse rápidamente para que las nuevas normas puedan aplicarse sin demora.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2024, pero solo de forma marginal en 2025¹. De acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro habría descendido desde el 3,6 % del PIB en 2022 hasta el 3,2 % del PIB en 2023, y seguirá disminuyendo hasta situarse en el 2,9 % del PIB en 2024 y el 2,8 % en 2025, nivel en el que permanecerá en 2026 (gráfico 26). La senda proyectada refleja principalmente un saldo primario ajustado de ciclo menos negativo en 2024 y, en menor medida, también en 2025. La reducción de los déficits primarios se ve compensada solo en parte por el aumento de los gastos por intereses, ya que la transmisión de las anteriores subidas de los tipos de interés se producirá de forma gradual debido a los largos vencimientos residuales de la deuda soberana, cuya media de la zona del euro actualmente se sitúa justo por debajo de ocho años (frente a 6,5 años en 2015). A su vez, la disminución del déficit primario ajustado de ciclo en 2024 obedece en gran parte a la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación se van atenuando. En la actualidad se estima que, en el conjunto de la zona del euro, estas medidas supusieron el 1,3 % del PIB en 2023, así como que se

¹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

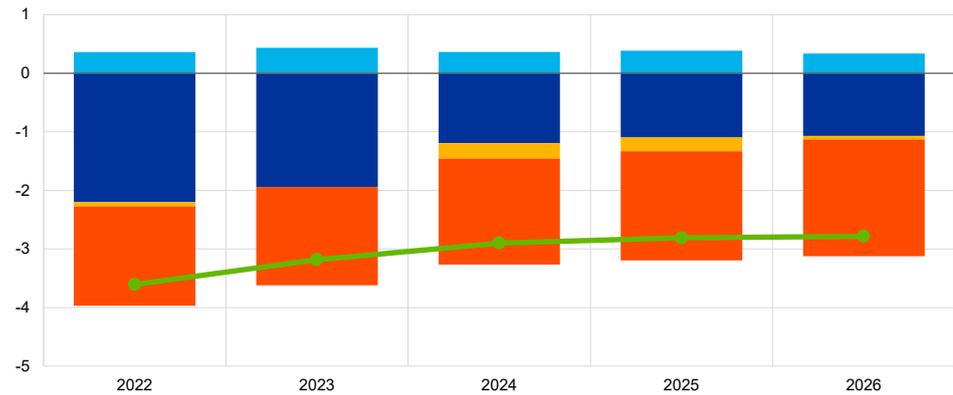
reducirán sustancialmente hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,2 % del PIB en 2025 y 2026.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)

- Saldo primario ajustado de ciclo (ajustado de subvenciones del NGEU por el lado de los ingresos)
- Componente cíclico
- Pagos por intereses
- Saldo presupuestario
- Subvenciones del NGEU (lado de los ingresos)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024.

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

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario se ha revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales al año, para 2023, 2024 y 2025, y en 0,2 puntos porcentuales para 2026. Estas revisiones pueden atribuirse a las correcciones a la baja del componente cíclico durante todo el horizonte de proyección (entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales al año), que se compensan en parte con los ajustes a la baja de los pagos por intereses debidos a unas condiciones de financiación más favorables.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro experimentaría un endurecimiento significativo en 2024, pero no mucho posteriormente². La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2023 y 2024 en su conjunto, conforme se van retirando gran parte de las medidas de apoyo introducidas en 2022 relacionadas con la energía y la inflación. En los últimos años del horizonte de proyección, 2025 y 2026, se espera que la orientación de la política fiscal sea neutra. Pese a la retirada en curso de las medidas de respaldo

² 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 programa *Next Generation EU* (NGEU) procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

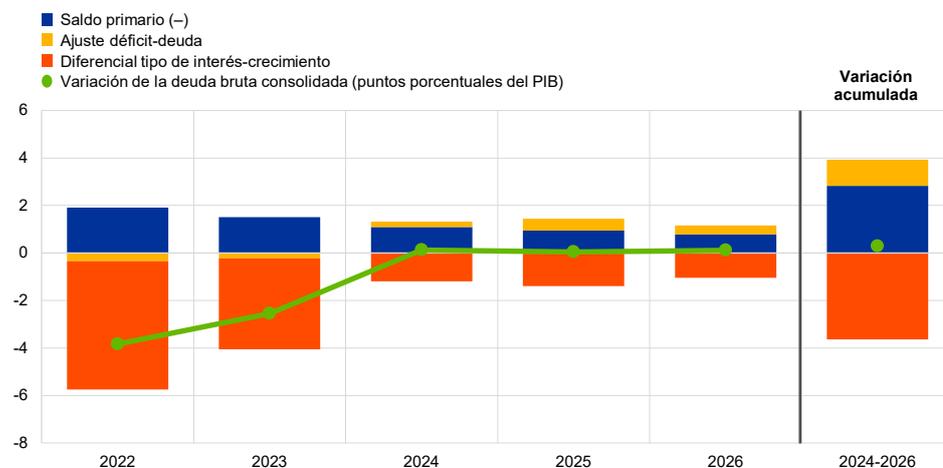
relacionadas con la energía, se espera que el nivel de apoyo fiscal en la zona del euro siga siendo, en gran parte, acomodaticio durante todo el horizonte de proyección, dado que el saldo presupuestario ajustado de ciclo se mantiene muy por debajo del nivel previo a la pandemia como resultado de las medidas expansivas adoptadas durante la crisis, que hasta la fecha han resultado ser duraderas.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia y que incluso aumente ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 88,3 % estimado para 2023 hasta el 88,6 % en 2026. Durante la pandemia, la ratio de deuda experimentó un alza significativa hasta situarse en torno al 97 % del PIB en 2020, pero desde entonces ha descendido de forma gradual. Con todo, esta tendencia de mejora parece haberse interrumpido, y ahora se espera que la ratio de deuda aumente marginalmente a lo largo del horizonte de proyección, impulsada por los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento todavía negativos (gráfico 27).

Gráfico 27

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024.
 Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

Es importante que los Gobiernos avancen con rapidez tanto en la implementación del NGEU como en la reforma del marco de gobernanza económica de la UE. El 21 de febrero de 2024, la Comisión publicó la [evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia \(MRR\)](#). Aunque en la evaluación se ponen de relieve algunos avances en la aplicación del programa NGEU, también se reconoce que hasta la fecha se han producido retrasos en los desembolsos y las inversiones, lo que se ha traducido en un impacto positivo sobre el crecimiento considerablemente inferior al previsto al principio. Ahora es fundamental acelerar la implementación del NGEU para aprovechar todo su potencial. Por último, tras el reciente acuerdo político provisional entre el Consejo ECOFIN y el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco de gobernanza

económica de la UE, el proceso legislativo debe concluirse rápidamente para que las nuevas normas puedan aplicarse sin demora.

Recuadros

1 Especulación en los precios del petróleo y del gas en épocas de riesgos geopolíticos

Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso y Ana-Simona Manu

Las grandes fluctuaciones de los precios del petróleo y del gas, unidas a la mayor volatilidad de los precios en el contexto de la pandemia, la guerra en Ucrania y la escalada de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo, han planteado la cuestión de en qué medida la especulación está afectando a los precios de esas dos materias primas. Los precios del petróleo y del gas han aumentado significativamente desde que terminó la pandemia, y durante la recuperación posterior a esta se observó una volatilidad de los precios a gran escala. Más recientemente, se ha reavivado la preocupación por el incremento de la volatilidad de los precios como consecuencia de los atentados terroristas perpetrados en Israel y de las crecientes tensiones en el mar Rojo, aunque en menor medida que en el período de recuperación posterior a la pandemia, lo que ha generado algunas presiones al alza sobre el precio del Brent (panel a del gráfico A)¹. Sin embargo, en la coyuntura actual, las presiones alcistas sobre los precios del petróleo derivadas de las tensiones geopolíticas y de los recortes de la OPEP+ se están compensando con la debilidad de la demanda y el crecimiento de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP. Aunque los precios del gas también han reaccionado a las recientes tensiones geopolíticas, se han mantenido muy por debajo de los niveles de 2022. En este contexto, la atención ha vuelto a centrarse en tratar de comprender los factores determinantes de los precios del petróleo y del gas. La cuestión de si los precios reflejan principalmente factores fundamentales (es decir, la oferta y la demanda mundiales de crudo y de gas) o de carácter menos fundamental relacionados con la posición especulativa es especialmente interesante. Este tema ha sido objeto de intensos debates durante más de dos décadas, y algunos observadores apuntan a la especulación y a la financiarización de los mercados de materias primas como los principales determinantes de las subidas de los precios del petróleo. Sin embargo, en los estudios académicos no se suele encontrar evidencia sólida de que la especulación financiera tenga una influencia importante².

¹ Para una estimación de la reacción de los precios del petróleo a perturbaciones geopolíticas, véase el recuadro titulado «[El riesgo geopolítico y los precios del petróleo](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

² Véanse, por ejemplo, L. Kilian, «Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market», *American Economic Review*, vol. 99, n.º 3, 2009, pp. 1053-1069, e I. Vansteenkiste, «[What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation](#)», *Working Paper Series*, n.º 1371, BCE, 2011.

Gráfico A

Evolución de los precios del petróleo y del gas y acontecimientos clave

a) Precios del petróleo

(USD/barril)



b) Precios del gas

(EUR/MWh)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El TTF neerlandés es el precio de referencia del gas natural en Europa. La zona sombreada se refiere a la ventana ampliada. Las últimas observaciones corresponden al 15 de febrero de 2024.

Los indicadores financieros de los mercados señalan, en general, que la especulación tiene una influencia limitada más allá de las necesidades de cobertura. La importancia de la especulación puede medirse mediante la elaboración de índices de especulación en los mercados de petróleo y de gas utilizando el «índice T de Working». Con el uso de datos sobre las posiciones en el mercado de futuros de Estados Unidos extraídos del informe COT (*Commitments of Traders*) de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), el índice mide la especulación como el número de contratos de futuros mantenidos por operadores no comerciales (como aproximación de los especuladores) que es superior al necesario para equilibrar las posiciones de cobertura de los operadores

comerciales (que son medidas por la entidad informadora)³. Los valores por encima de uno indican que los operadores tienen más contratos de los necesarios para cubrir el riesgo de mercado. La especulación podría amplificar las fluctuaciones de los precios (tanto aumentándolos como reduciéndolos) en función de la posición de los inversores; el impacto medio de las actividades especulativas de la muestra se analiza en la segunda parte de este recuadro. En retrospectiva, el índice del petróleo se mantuvo estable hasta en torno al final de 2002, con una media próxima a 1. Posteriormente, aumentó de forma sostenida hasta 2010 aproximadamente y de nuevo en 2015, y alcanzó un máximo de casi 1,3, pero ha disminuido desde entonces (panel a del gráfico B)⁴. En conjunto, la correlación entre el índice de especulación y el precio del petróleo parece ser limitada.

Los índices de especulación en los mercados de gas se han mantenido, en general, estables tanto en Estados Unidos como en Europa en los últimos años. Dado que los mercados de gas están menos integrados a escala mundial que los de petróleo, se hace una distinción adicional entre el mercado estadounidense y el europeo, basada en los datos de la CFTC para Estados Unidos y en información de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) para la dinámica en Europa. El análisis sugiere que, históricamente, el nivel de especulación no explicado por factores de cobertura es más elevado en Europa que en Estados Unidos (panel b del gráfico B)⁵. Desde una perspectiva europea, el índice de especulación del gas aumentó tras la invasión rusa de Ucrania, aunque se mantuvo relativamente estable cuando los precios del gas volvieron a repuntar en el verano de 2022. La correlación entre el índice de especulación y el precio del gas parece ser, en general, limitada, y en los últimos meses se observa un desacoplamiento de las series.

³ Las entidades informadoras definen las posiciones como de especulación o de cobertura basándose en el contrato subyacente y en la contraparte. Es importante señalar que los datos tienen varias limitaciones, como el hecho de que la CFTC clasifique las posiciones por entidad (comercial frente a no comercial) y no por actividad de negociación (especulación frente a cobertura). Véase también I. Vansteenkiste, *op. cit.*, para un uso similar de datos de la CFTC y aplicaciones del índice T de Working.

⁴ Cabe indicar que, si bien el índice de especulación aumentó en 2015, los precios del petróleo cayeron debido a un exceso de suministro causado por un período de debilidad de la demanda y de auge de la oferta como consecuencia de la elevada producción de petróleo no convencional en Estados Unidos y de la eliminación, por parte de la OPEP, de las cuotas de exportación; véase C. Baumeister y L. Kilian, «Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n.º 1, 2016, pp. 139-160.

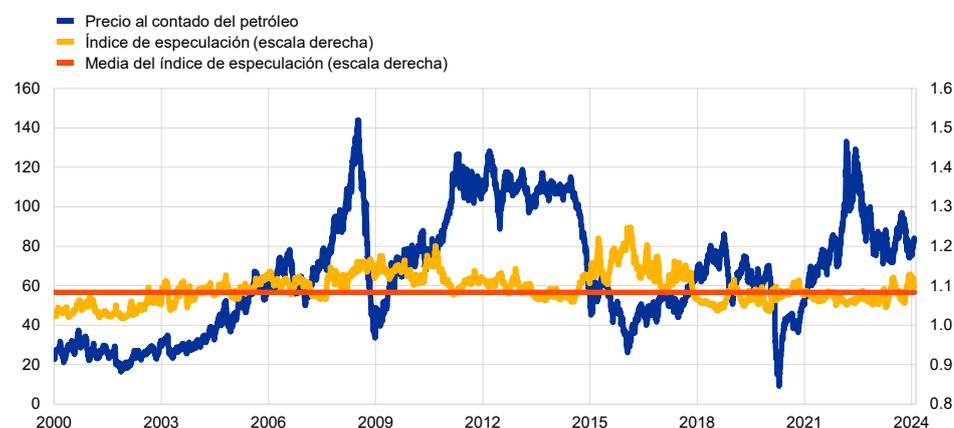
⁵ Sin embargo, la información de la ESMA abarca un período mucho más corto, dado que no se presentan datos hasta después de 2018.

Gráfico B

Índices de especulación en los mercados de petróleo y de gas

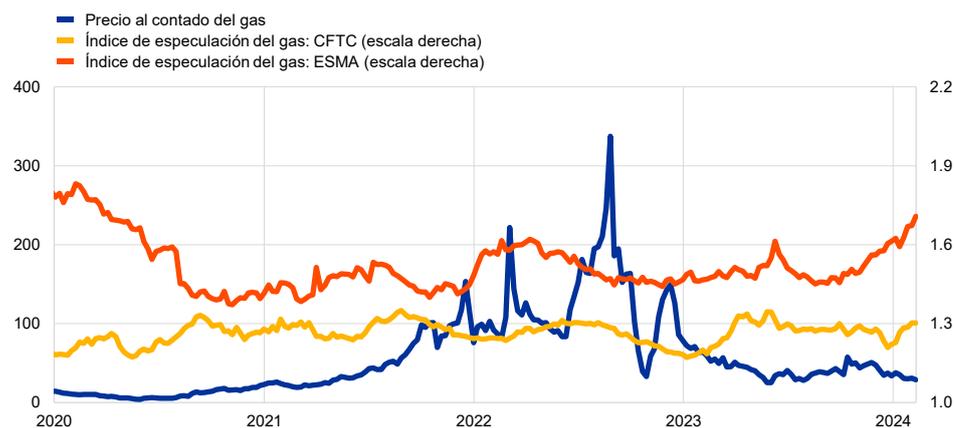
a) Precios al contado del petróleo e índice de especulación del petróleo basado en la CFTC

(escala izquierda: USD/barril; escala derecha: porcentaje)



b) Precio al contado del gas e índices de especulación del gas

(escala izquierda: EUR/MWh; escala derecha: porcentaje)



Fuentes: CFTC, ESMA, LSEG y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: El límite inferior del Índice es la unidad. Los valores más elevados indican un mayor número de posiciones abiertas no comerciales (es decir, de especulación) que de posiciones comerciales (es decir, de cobertura). En la medida en que las posiciones de las empresas no comerciales no compensan las posiciones asumidas por las empresas comerciales, la magnitud de este desequilibrio es indicativa de posiciones especulativas que superan las necesidades de cobertura. La media del índice de especulación se calcula a partir de 1995. Panel b: El índice de especulación del gas elaborado con información de la CFTC se basa en datos de Estados Unidos, mientras que el índice de especulación del gas basado en la información de la ESMA capta la especulación en el mercado europeo de gas.

Las últimas observaciones corresponden al 15 de febrero de 2024 para el panel a (datos diarios) y al 9 de febrero de 2024 para el panel b (datos mensuales).

Una investigación empírica de la relación entre los precios del petróleo y la especulación muestra que solo existe evidencia limitada de que la especulación afecta a la transmisión de perturbaciones de los fundamentos de oferta o de demanda a los precios del petróleo. La investigación empírica del papel de la especulación sobre los precios de la energía se centra en el mercado de petróleo porque los precios del gas se ven más afectados por factores regionales⁶. La idea básica es utilizar un modelo estructural para identificar sorpresas en las

⁶ El marco empírico empleado aquí es similar en espíritu al descrito en P. Altmeyer, L. Boneva, R. Kinston, S. Saha y E. Stoja, «Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks», *Staff Working Papers*, n.º 1029, Banco de Inglaterra, 2023.

variaciones de los precios del crudo (es decir, perturbaciones en el precio del petróleo) no esperadas por los participantes en el mercado. Esto puede ayudar a valorar si las posiciones especulativas de los inversores influyen significativamente en la dinámica de los precios del crudo cuando se producen perturbaciones. Por ejemplo, ante una perturbación de los fundamentos que provoque una subida inesperada de los precios de esa materia prima, los inversores excesivamente expuestos a estos precios podrían reajustar su cartera, amplificando el efecto de la perturbación. Al mismo tiempo, es posible que los inversores con posiciones que generarían ganancias si el precio del petróleo se incrementase inesperadamente cierren sus posiciones para capitalizar dichas ganancias, moderando así el efecto de la perturbación de los fundamentos. Esta hipótesis puede probarse mediante una regresión de las variaciones de los precios del crudo sobre las perturbaciones de los fundamentos, en función del nivel de posiciones de los inversores en los mercados de petróleo (panel a del gráfico C)⁷. Las estimaciones empíricas muestran pocas diferencias en la reacción del precio de dicha materia prima cuando el nivel de especulación es mayor⁸. En el caso de los precios al contado del crudo, la elasticidad a una perturbación normalizada de la oferta de petróleo aumenta y pasa de 1,6 (cuando el nivel de contratos especulativos es bajo) a alrededor de 1,8 (cuando las posiciones largas netas de los inversores son elevadas). Estas estimaciones no son estadísticamente diferentes unas de otras, ya que los intervalos de confianza se solapan en gran medida. Las diferencias son incluso menores si se consideran los futuros del petróleo, dado que, en este caso, los inversores con aversión al riesgo que mantienen posiciones largas obtendrán beneficios, puesto que han anticipado correctamente la subida de los precios del crudo. La reversión de estas posiciones amortiguará el efecto de la perturbación de los fundamentos sobre los precios del petróleo. En general, se observa que la especulación no desempeña un papel importante en la amplificación de la transmisión de perturbaciones de los fundamentos a los precios al contado y de los futuros del petróleo, lo que es acorde con las conclusiones extraídas de estudios académicos que se mencionaron anteriormente.

⁷ Concretamente, se realiza una regresión de los precios del petróleo sobre las perturbaciones diarias de oferta de crudo en interacción con el índice de especulación del petróleo o el nivel de posiciones no comerciales. Las perturbaciones diarias del petróleo se obtienen de A. Gazzani, F. Venditti y G. Veronese, «Oil price shocks in real-time», *Journal of Monetary Economics*, de próxima publicación.

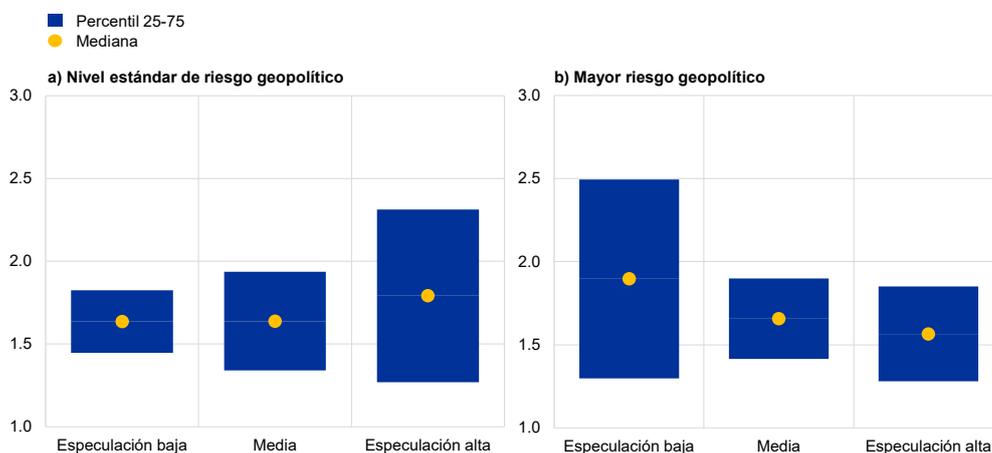
⁸ Los resultados siguen siendo sólidos al uso del índice T de Working en la interacción con la perturbación negativa de oferta.

Gráfico C

Reacción de los precios del petróleo a las perturbaciones de oferta de crudo, en función del nivel de posiciones especulativas

Respuesta estimada de los precios al contado del petróleo

(porcentajes)



Fuentes: LSEG, Caldara y Iacoviello¹⁾, Gazzani et al.²⁾ y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: En el gráfico se utilizan perturbaciones estructurales del petróleo identificadas por Gazzani et al., normalizadas para aumentar los precios del petróleo en el momento del impacto. Más concretamente, una perturbación negativa de oferta eleva los precios del crudo en torno a un 1,2 % cuando se produce el impacto y un 1,8 % al cabo de una semana. El gráfico muestra la variación porcentual del precio del petróleo para la misma perturbación cuando las posiciones abiertas netas se sitúan en el nivel medio de la muestra (media), una desviación típica por debajo de la media (especulación baja) o una desviación típica por encima de la media (especulación alta). El período de la muestra abarca de 2008 a 2022; los datos son semanales. Panel b: El gráfico repite el mismo análisis utilizando únicamente períodos de elevada incertidumbre geopolítica, medidos como períodos en los que el índice de riesgo geopolítico diario calculado por Caldara e Iacoviello se sitúa por encima de su media de largo plazo. El período de la muestra abarca de 2008 a 2022; los datos son semanales.

1) D. Caldara y M. Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

2) A. Gazzani, F. Venditti y G. Veronese, «Oil price shocks in real-time», *Journal of Monetary Economics*, de próxima publicación.

También se observa que la especulación no amplifica la transmisión de perturbaciones de los fundamentos en períodos de aumento del riesgo geopolítico.

Las tensiones geopolíticas pueden influir en los precios del petróleo a través de dos canales opuestos diferentes. En primer lugar, el aumento de la incertidumbre geopolítica actúa como una perturbación negativa de demanda mundial al suscitar dudas sobre las perspectivas económicas, con efectos arrastre sobre el consumo, la inversión y el comercio internacional. A través de este canal, la incertidumbre geopolítica modera, en última instancia, la demanda mundial de crudo y los precios de esa materia prima. En segundo lugar, las tensiones geopolíticas pueden plantear riesgos para el suministro futuro de petróleo, elevando el valor en efectivo de la tenencia de contratos de crudo —también denominado «rendimiento por conveniencia»— y presionando al alza los precios. Estos dos canales mueven los precios del petróleo en direcciones opuestas, y el canal que prevalece es una cuestión empírica⁹. Para comprobar si la especulación puede adquirir mayor importancia como amplificador de las fluctuaciones de los precios del petróleo ante tensiones geopolíticas, se repite el análisis anterior, pero centrando la atención en períodos de intensificación de las tensiones geopolíticas (identificados como períodos en los que el índice de riesgo geopolítico creado por Caldara e Iacoviello se sitúa por encima de la media histórica). El resultado indica que la elasticidad a las perturbaciones de oferta de petróleo se mantiene, en general, estable, ya que los

⁹ Véase D. Caldara y M. Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

intervalos de confianza entre períodos de especulación baja y alta se solapan completamente (panel b del gráfico C). Estos resultados sugieren que la especulación —medida por el nivel de posiciones netas de los inversores en los mercados de petróleo—, también tiene un efecto limitado en la amplificación de las reacciones de los precios ante perturbaciones de los fundamentos en períodos de intensificación de las tensiones geopolíticas.

Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora y Giovanni Stamato

El aumento de las tensiones comerciales y la sucesión de políticas dirigidas a incorporar cuestiones de seguridad nacional en las relaciones comerciales han suscitado una preocupación creciente por las posibles consecuencias de la fragmentación geoeconómica¹. Desde la crisis financiera global, el comercio ha crecido más lentamente que el PIB, dando paso a una era de *slowbalisation* o ralentización de la globalización (panel a del gráfico A)². Este proceso se ha atribuido, entre otros, a los factores siguientes: una disminución de los beneficios marginales de la integración en las cadenas globales de valor, un cambio estructural de la demanda a favor de los servicios y en detrimento de las manufacturas, y un debilitamiento del apoyo político al libre comercio. De hecho, en los últimos años se ha observado un fuerte aumento de las medidas de restricción al comercio³. La preocupación por la resiliencia de los intercambios comerciales y por la seguridad nacional se ha intensificado a raíz de la invasión rusa de Ucrania, con un debate cada vez mayor sobre la necesidad de proteccionismo, de *near-shoring* ([re]localizar más producción en lugares geográficamente más cercanos al centro de producción final o al país de destino de las ventas) o de *friend-shoring* ([re]localizar más producción en países políticamente más próximos al país principal de destino de las ventas). Algunas políticas industriales recientes incluyen disposiciones encaminadas a ofrecer incentivos a los productores nacionales, sobre todo a los de los sectores tecnológicamente más avanzados —posiblemente en perjuicio de los productores extranjeros—. Al mismo tiempo, análisis basados en modelos muestran que las restricciones al comercio de insumos intermedios entre países pertenecientes a bloques geopolíticos opuestos podrían conllevar unos costes económicos sustanciales en términos de disminución de los intercambios comerciales y del bienestar, así como de encarecimiento de los precios⁴.

¹ Véase, por ejemplo, S. Aiyar, J. Chen, C. H. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmundsson, A. Ilyina y J. P. Trevino (2023), «[Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#)», *Staff Discussion Notes*, n.º 2023/001, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

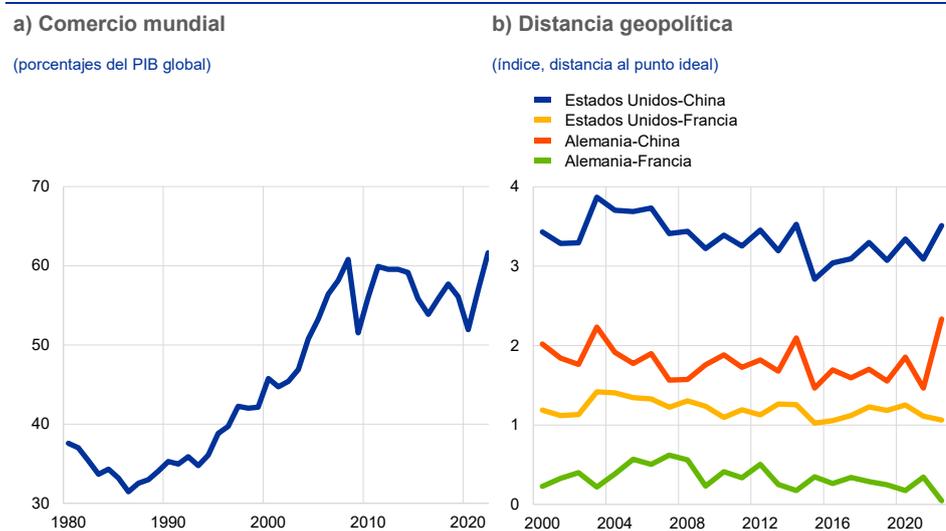
² Véase P. Antràs (2021), «[De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#)», en *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings – ECB Forum*.

³ Véase ICC (2023), «[ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#)», Cámara de Comercio Internacional.

⁴ Véase M. G. Attinasi, L. Boeckelmann y B. Meunier (2023), «[The economic costs of supply chain decoupling](#)», *Working Paper Series*, BCE, n.º 2023/2389.

Gráfico A

Evolución del comercio mundial y distancia geopolítica entre pares de países seleccionados



Fuentes: World Bank – World Development Indicators, Bailey *et al.* (2017).

Notas: Panel a: El comercio se mide como la suma de las importaciones y las exportaciones. La última observación corresponde a 2022. Panel b: La distancia al punto ideal mide el comportamiento observable de los países en cuestiones de política exterior, como el desacuerdo en su comportamiento de voto en la Asamblea General de la ONU. Los valores más altos indican mayor distancia geopolítica. Véase Bailey *et al.* (2017). La última observación corresponde a 2022.

Teniendo en cuenta que, por ahora, solo se dispone de evidencia empírica limitada de que las preocupaciones geopolíticas ya están afectando significativamente a los patrones de comercio, en este recuadro se estudia el papel de las tensiones geopolíticas en la configuración del comercio internacional a lo largo de la última década. En el análisis se utiliza un modelo de gravedad estructural para evaluar el efecto de la distancia geopolítica en los patrones del comercio internacional. Los modelos de gravedad del comercio parten del supuesto de que el nivel de actividad comercial entre dos países viene determinado por su masa económica y por las fricciones comerciales relativas, que pueden ser consecuencia de las barreras arancelarias y no arancelarias al comercio⁵. Las barreras no arancelarias suelen aproximarse por la distancia geográfica existente entre países y otras características que podrían fomentar u obstaculizar los intercambios comerciales entre los países, como compartir una misma lengua o los acuerdos comerciales. Además de estas variables no arancelarias, que son estándar en la literatura, este análisis incorpora una aproximación (*proxy*) del papel desempeñado por la geopolítica. El análisis se centra en los productos manufacturados y, por tanto, excluye los productos energéticos y el comercio de servicios.

El modelo de gravedad estándar del comercio internacional se amplía para incluir un indicador de la distancia geopolítica. Esta variable, disponible a lo largo del tiempo y para pares de países, mide el desajuste en materia de política exterior entre los países, a partir de sus patrones de voto en la Asamblea General de la ONU. Para ello, transforma los comportamientos de voto observados de los

⁵ Véase J. Anderson y E. Van Wincoop (2003), «Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle», *American Economic Review*, vol. 93(1), pp. 170-192.

países en un indicador de la distancia geopolítica bilateral que refleja el desacuerdo medio entre dos países en la Asamblea General de la ONU⁶. A modo de ilustración, en el panel b del gráfico A se representa la evolución a lo largo del tiempo de la distancia geopolítica entre cuatro pares de países: Estados Unidos-China, Estados Unidos-Francia, Alemania-China y Alemania-Francia. El gráfico muestra una distancia sistemáticamente mayor de Estados Unidos y de Alemania con respecto a China, así como un nuevo aumento de esa distancia en los últimos años.

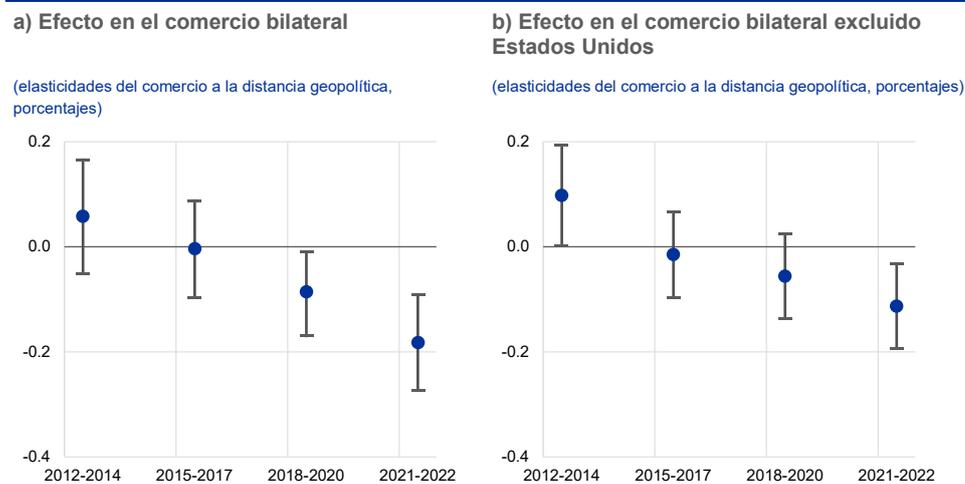
Se constata que la distancia geopolítica desempeña un papel cada vez más importante como factor determinante de los flujos comerciales internacionales (panel a del gráfico B). La elasticidad estimada del comercio a la distancia geopolítica pasa a ser negativa y significativa a partir de 2018, coincidiendo básicamente con la intensificación de las disputas comerciales entre Estados Unidos y China⁷. El impacto de la distancia geopolítica es relevante desde el punto de vista económico: por ejemplo, se observa que un aumento del 10 % en la distancia geopolítica reduce los flujos comerciales bilaterales en torno a un 2 %, es decir aproximadamente una décima parte del efecto comercial atribuible a un acuerdo de libre comercio. Estos resultados no obedecen únicamente a los patrones del comercio estadounidense, ya que las estimaciones siguen siendo significativas cuando se excluye de la muestra a Estados Unidos (panel b del gráfico B).

⁶ Véase M. A. Bailey, A. Strezhnev y E. Voeten (2017), «[Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data](#)», *Journal of Conflict Resolution*, vol. 61(2), pp. 430-456.

⁷ Estos resultados son robustos a todas las perturbaciones globales, como la pandemia de COVID-19, debido a la inclusión de efectos frontera variables en el tiempo en los costes comerciales, lo que permite controlar por todos los factores globales no observables que afectan al comercio internacional frente al nacional (véase C. Beverelli, A. Keck, M. Larch e.Y. V. Yotov [2023], «[Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade](#)», *Oxford Economic Papers*).

Gráfico B

Efecto variable en el tiempo de la distancia geopolítica en los flujos comerciales bilaterales

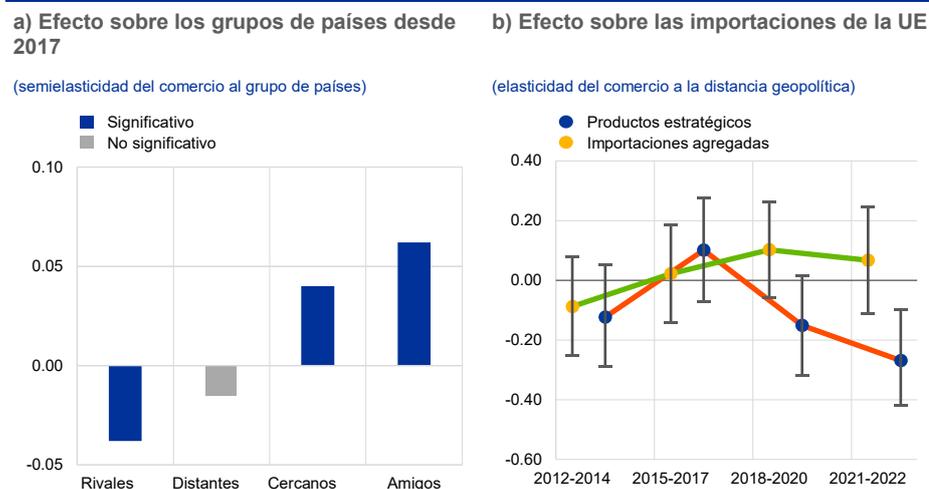


Fuentes: Trade Data Monitor (TDM), FMI, Bailey *et al.* (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat y cálculos del BCE. Notas: Los puntos representan el coeficiente de la distancia geopolítica en interacción con una variable ficticia temporal, utilizando medias de datos de tres años, y a partir de un modelo de gravedad estimado para 67 países entre 2012 y 2022. La distancia geopolítica se mide por el logaritmo de la distancia al punto ideal propuesto por Bailey *et al.* (2017). Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 95 %. La variable dependiente es el comercio en términos nominales de productos manufacturados, excluida la energía. La estimación se realiza mediante el estimador de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson (PPML, por sus siglas en inglés) y se tienen en cuenta controles bilaterales variables en el tiempo, efectos fijos exportador-año/importador-año y efectos fijos de par. Los errores estándar están agrupados por pares de países y años. Las estimaciones del panel b se basan en una muestra de 66 países, dado que se excluye a Estados Unidos.

Parece que la geopolítica ha tenido un impacto heterogéneo en los patrones de comercio. Para comprender esta heterogeneidad, se realiza una regresión de los flujos comerciales bilaterales sobre un conjunto de cuatro variables ficticias que identifican los cuatro cuartiles de la distribución de la distancia geopolítica entre pares de países. Además, para captar el efecto de la intensificación de las tensiones geopolíticas a lo largo del tiempo, se hace interactuar la variable ficticia de cada cuartil con una variable ficticia temporal igual a la unidad en el período posterior a 2017. La geopolítica ha impulsado los intercambios comerciales entre países «amigos» (primer cuartil) en el período posterior a 2017. En cambio, ha obstaculizado el comercio entre países «rivales» (cuarto cuartil; panel a del gráfico C). El comercio entre «rivales» es aproximadamente un 4 % inferior al que se habría registrado si las tensiones geopolíticas no se hubieran acentuado después de 2017, mientras que los intercambios comerciales entre «amigos» han aumentado en torno a un 6 %. En general, mientras que la geopolítica reduce la actividad comercial entre países geopolíticamente distantes, también puede reforzar los vínculos comerciales entre los que están alineados en términos geopolíticos.

Gráfico C

Efecto de la distancia geopolítica sobre los grupos de países y las importaciones de la UE



Fuentes: TDM, FMI, Bailey *et al.* (2017), Egger y Larch (2008), WITS, Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Resultados basados en un modelo de gravedad estructural, estimado para 67 países para el período 2012-2022 con datos anuales. Para información detallada sobre la estimación, véase gráfico B. Panel a: los efectos sobre cada grupo se identifican a partir de una variable ficticia para los cuantiles de la distribución de la distancia geopolítica entre pares de países. La variable ficticia toma el valor de 1 en el caso de intercambios comerciales entre pares de países pertenecientes al mismo cuartil desde 2017. Una semielasticidad β corresponde a una variación de $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. Panel b: los puntos representan el coeficiente de la distancia geopolítica en interacción con una variable ficticia temporal y una variable ficticia para las importaciones de la UE, utilizando medias de datos de tres años. Los puntos de color azul se refieren a estimaciones basadas en el comercio bilateral de productos estratégicos, según la definición de la Comisión Europea. Las líneas representan intervalos de confianza del 95 %.

La evidencia de tendencias significativas de *near-shoring* o *friend-shoring* en las importaciones agregadas de la UE es limitada. Dentro del mismo modelo de gravedad, el impacto de los efectos variables en el tiempo de la distancia geopolítica para la UE se aísla haciendo interactuar esa distancia con una variable ficticia para las importaciones de la UE. En la estimación se controla por los efectos relativos al impacto de la integración comercial de la UE en los distintos países, y se observa que las importaciones de productos manufacturados de la UE no se ven afectadas significativamente por la geopolítica (panel b del gráfico C). Este resultado es robusto a especificaciones alternativas y puede reflejar el alto grado de integración en las cadenas globales de suministro, el hecho de que las estructuras productivas son muy inflexibles a las variaciones de los precios, al menos a corto plazo, y que esas rigideces se acentúan cuando los países están muy integrados en las cadenas⁸.

Con todo, existe evidencia de estrategias de eliminación de riesgos (*de-risking*) en sectores estratégicos de la UE. Los bienes estratégicos (equipamiento militar, materias primas, baterías, productos de alta tecnología y médicos, etc.) representan alrededor del 9 % del total de las importaciones procedentes de fuera de la UE y son especialmente relevantes en ámbitos como la seguridad, la salud pública y las transiciones ecológica y digital. Cuando el comercio de productos estratégicos, según la definición de la Comisión Europea, se utiliza como variable dependiente, se observa que la distancia geopolítica disminuye sustancialmente las

⁸ Véase, por ejemplo, T. Bayoumi, J. Barkema y D. Cerdeiro (2019), «*The Inflexible Structure of Global Supply Chains*», *IMF Working Papers*, n.º 2019/193, Fondo Monetario Internacional.

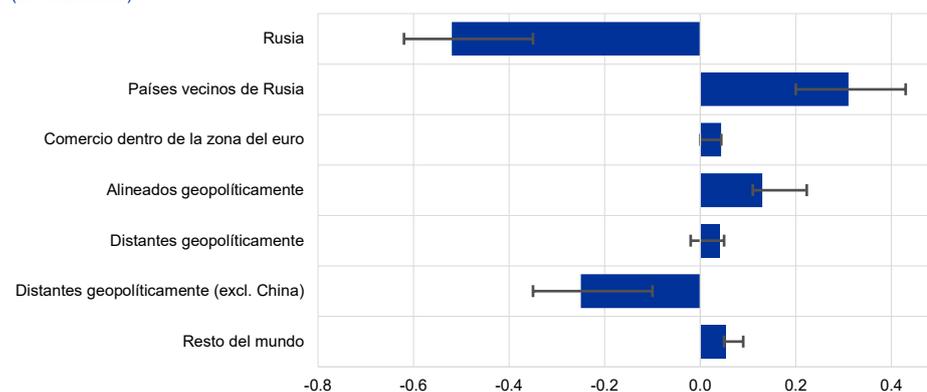
importaciones de la UE (panel b del gráfico C). La evidencia empírica sugiere que la UE se está desacoplando de forma selectiva, reduciendo su dependencia de proveedores geopolíticamente distantes en sectores estratégicos.

La reorientación de las exportaciones de la zona del euro hacia países alineados en términos geopolíticos se ha acelerado por la invasión rusa de Ucrania. Un análisis de eventos sugiere que las exportaciones de la zona del euro a Rusia se han reducido en más de la mitad como consecuencia de la invasión de Ucrania (gráfico D). Al mismo tiempo, los flujos comerciales hacia los países vecinos de Rusia han repuntado, posiblemente debido a una reordenación de las cadenas de suministro. Se estima que los intercambios comerciales de la zona del euro con países alineados desde el punto de vista geopolítico han aumentado alrededor de un 13 % tras el comienzo de la guerra en comparación con el escenario contrafactual sin guerra, principalmente como resultado del crecimiento del comercio con Estados Unidos. Asimismo, existe cierta evidencia de *near-shoring*, dado que, según las estimaciones, el comercio entre países de la zona del euro habría crecido en torno a un 4 % en respuesta a la invasión rusa de Ucrania con respecto al escenario contrafactual. Con todo, no hay señales de una reorientación del comercio en detrimento de los intercambios con China, posiblemente por el poder de mercado de este país en varios sectores clave. Sin embargo, cuando se excluye a China del grupo de países distantes en términos geopolíticos, el impacto de la invasión rusa de Ucrania en las exportaciones de la zona del euro pasa a ser muy significativo y de signo negativo.

Gráfico D

Efecto de la invasión rusa de Ucrania en las exportaciones de la zona del euro

(semielasticidad)



Fuentes: TDM, FMI, ONU, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Coeficientes estimados de un modelo de gravedad; datos trimestrales para 2012-2022. La muestra incluye 67 países exportadores y 118 países importadores. Los efectos en las exportaciones de la zona del euro se identifican mediante una variable ficticia para las fechas posteriores a la invasión rusa de Ucrania. Los socios comerciales son Rusia, los países vecinos de Rusia (Armenia, Kazajistán, la República de Kirguistán y Georgia), y los países amigos, distantes y neutrales geopolíticamente, que son los que votaron en contra o a favor de Rusia o se abstuvieron, respectivamente, en las resoluciones fundamentales de la ONU del 7 de abril y del 11 de octubre de 2022. También se incluye el comercio dentro de la zona del euro. Estimación realizada mediante el método de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson (PPML). En la estimación se tienen en cuenta controles bilaterales variables en el tiempo, efectos fijos exportador-tiempo e importador-tiempo y efectos fijos exportador-importador. Los errores estándar están agrupados por pares de países y tiempo. Las barras representan los efectos medios para coeficientes significativos. Las líneas verticales representan los coeficientes mínimos y máximos estimados en diversos análisis de robustez.

3 ¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?

Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis y Omiros Kouvas

Los hogares se han enfrentado a varias perturbaciones en los últimos años y han ajustado su comportamiento a través de distintos márgenes. El episodio de elevada inflación de los dos últimos años se desencadenó por una combinación de factores, entre ellos los cuellos de botella en la oferta causados por la pandemia y el fuerte repunte de los precios de la energía tras la invasión rusa de Ucrania. La perturbación inflacionista afectó al comportamiento de los consumidores y repercutió en su gasto. En general, los consumidores utilizan distintas estrategias para hacer frente a las subidas de precios: ajustan su consumo, reducen sus ahorros o aumentan sus rentas. En este recuadro se utiliza evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) para investigar cómo han reaccionado los hogares al reciente episodio inflacionista a través de estos márgenes de ajuste.

La evidencia procedente de la CES indica que la estrategia principal de los consumidores para hacer frente a la inflación es ajustar su consumo (gráfico A)¹. Se preguntó a los participantes en la CES qué medidas habían adoptado en los doce últimos meses para hacer frente a la inflación. Además de reducir su consumo, habían recurrido al crédito, utilizado sus ahorros, trabajado más horas, encontrado un empleo adicional o solicitado una subida de sueldo. En enero de 2024, la mayoría de los encuestados en la CES (69 %) había modificado su consumo, pero también fueron dignos de destacar los ajustes realizados a través de los canales del ahorro/crédito (43 %) y de la renta (31 %)². La respuesta predominante a los elevados precios fue comparar precios antes de comprar (50 %), seguida de cambiar a variedades de productos más baratas (33 %) y reducir las cantidades adquiridas (28 %)³. El 35 % de los encuestados indicó que había recortado sus ahorros para sostener el consumo, mientras que, en términos de renta, alrededor del 15 % señaló que había negociado una subida de sueldo y el

¹ Está bien documentado que los consumidores ajustan su comportamiento de consumo en respuesta a grandes perturbaciones. Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «[Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020; «[La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020, y «[Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021. Los ajustes en el comportamiento de consumo pueden implicar un cambio en el consumo total o un cambio en su composición debido a: i) la renuncia a una determinada categoría de producto o de marca, ii) la búsqueda de mejores precios y promociones o iii) el cambio a otras variedades de productos más baratas.

² Los porcentajes se refieren a una cifra media, dado que las respuestas se dividen en hogares con restricciones presupuestarias —definidos como aquellos con un elevado porcentaje de gasto en bienes y servicios de primera necesidad en relación con su renta— y hogares sin restricciones presupuestarias.

³ Las búsquedas en Google corroboran esta evidencia, lo que sugiere que, desde mediados de 2022, los consumidores han estado explorando activamente opciones de compra en establecimientos minoristas que se ajusten más a su presupuesto y mostrando un mayor interés en promociones, especialmente de alimentos (por ejemplo, productos en oferta, menús con precios, descuentos en alimentación).

17 % que había trabajado más horas o encontrado un empleo adicional. Los hogares con restricciones presupuestarias —definidos como aquellos con un porcentaje elevado de gasto en bienes y servicios de primera necesidad en relación con su renta— eran más proclives a ajustar sus patrones de compra y de ahorro que los hogares sin restricciones de presupuesto (gráfico A)⁴. Los porcentajes de encuestados que indicaron medidas de ajuste de la renta fueron similares en los dos grupos⁵. Las respuestas de los consumidores mostraron aumentos en todos los márgenes de ajuste en comparación con la última vez que se formuló la pregunta (agosto de 2023). Las opciones de consumo fueron las que más se incrementaron (9 puntos porcentuales), seguidas de las estrategias del ahorro (7 puntos porcentuales) y de la renta (7 puntos porcentuales).

Gráfico A

Respuestas de los consumidores en todos los márgenes de ajuste en la CES

Respuestas en enero de 2024 (para los doce meses anteriores)

(porcentajes)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: La pregunta formulada en la CES es la siguiente: «Piense en sus expectativas sobre la evolución de los precios en general en los últimos doce meses. ¿Cuál de las siguientes medidas, en su caso, ha adoptado en los últimos doce meses debido a esas variaciones? Elija todas las opciones relevantes. 1. He adelantado compras importantes de bienes duraderos. 2. He reducido gastos habituales y ahorrado más dinero. 3. He comparado más activamente para encontrar el mejor precio por el mismo producto o servicio. 4. He sustituido bienes y servicios por alternativas más baratas. 5. He ahorrado menos de lo habitual o liquidado ahorros (parcial o totalmente) para financiar gastos. 6. He utilizado más crédito del habitual para financiar el gasto (por ejemplo, mayor saldo en las tarjetas de crédito u otros préstamos para consumo). 7. He conseguido una subida de sueldo en mi empresa actual o encontrado un trabajo mejor pagado. 8. He aumentado mis ingresos por otras vías (por ejemplo, he encontrado un segundo empleo o trabajado más horas en mi empresa actual). 9. Ninguna de las anteriores.».

La composición de la cesta de gasto de los hogares mostró mayores ajustes en las categorías que habían experimentado una mayor variación de los precios relativos.

El panel a del gráfico B muestra la composición de la cesta de consumo en 2023 en comparación con 2021. Las categorías con mayores subidas de los precios relativos han sufrido ajustes más significativos en lo que respecta a su porcentaje sobre el gasto total en los dos últimos años, lo que está en consonancia con la literatura que indica que los hogares reducen el consumo de los

⁴ Los distintos hogares también tienen estrategias diferentes para ajustarse a las perturbaciones inflacionistas, dependiendo de su cesta de consumo, su renta y las características de su balance. Para un análisis reciente de las implicaciones de la perturbación de los precios de la energía en modelos de agentes heterogéneos, véase A. Auclert, H. Monneray, M. Rognie y L. Straub, «[Managing an Energy Shock. Fiscal and Monetary Policy](#)», mimeo, 2023.

⁵ Una posible explicación de la similitud de los porcentajes en los dos grupos es que se invierte la causalidad y, por tanto, los hogares que consiguen incrementar sus rentas dejan de tener restricciones presupuestarias, ya que en este caso la renta es el factor condicionante para determinar los grupos y el margen de ajuste.

productos que se están volviendo relativamente más caros y los sustituyen por otros⁶. En particular, el consumo de bienes como alimentos y equipos ha experimentado un ajuste a la baja sustancial en respuesta a los mayores incrementos de los precios. Esta evidencia cuantitativa es acorde con las respuestas cualitativas del gráfico A. Sin embargo, otras perturbaciones también han afectado al comportamiento de consumo de los hogares. La expansión sostenida de los servicios de ocio, como restaurantes y actividades recreativas, turismo y viajes (panel b del gráfico B), estuvo determinada por un cambio en las preferencias a raíz del levantamiento de las restricciones sociales tras la pandemia. Como consecuencia de este cambio, el peso de estas categorías en el gasto total aumentó del 7,4 % en 2021 al 12,9 % en 2023. Asimismo, el peso del transporte (incluidas las compras de vehículos) comenzó a disminuir a principios de 2022, debido a las restricciones de oferta de semiconductores, pero repuntó en cierta medida en 2023.

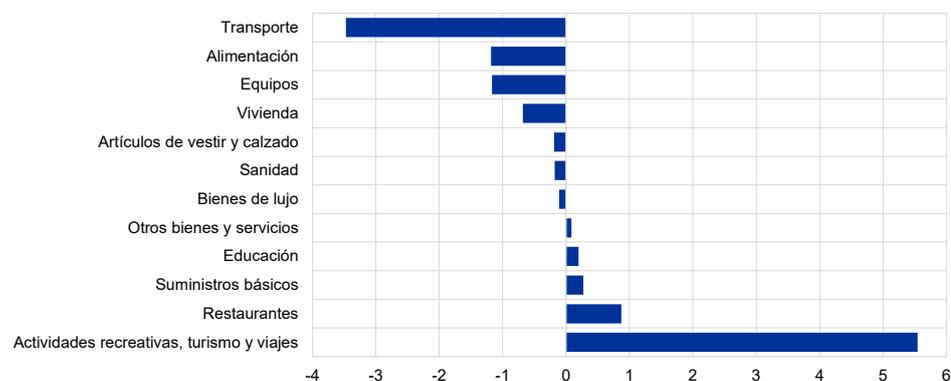
⁶ Véanse D. Argente y M. Lee, «[Cost of living inequality during the Great Recession](#)», *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n.º 2, 2021, pp. 913-952, y «[Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

Gráfico B

Ajuste de la cesta de consumo y descomposición del consumo por categoría de gasto

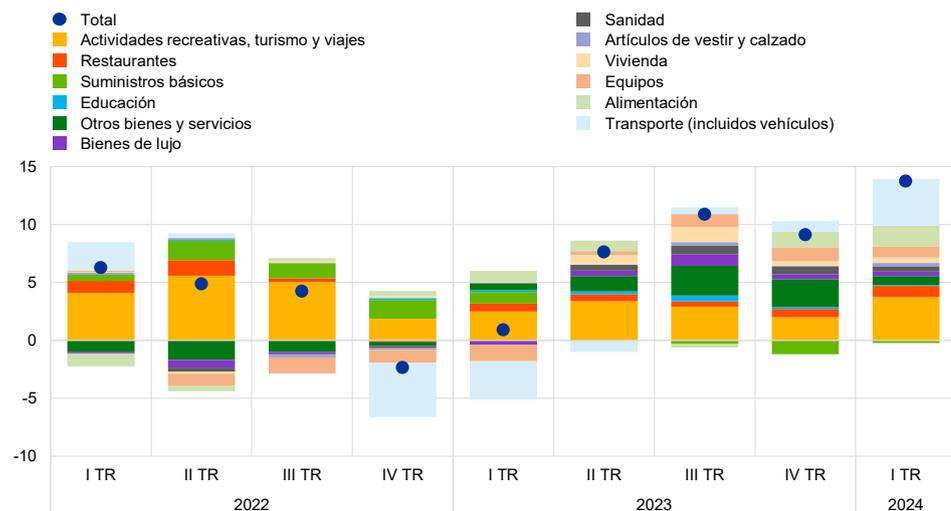
a) Variaciones relativas del gasto (2023 frente a 2021)

(peso en el gasto total; porcentajes)



b) Consumo nominal

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra las variaciones relativas del gasto en cada categoría (transporte, alimentación, equipos, vivienda, artículos de vestir y calzado, sanidad, bienes de lujo, otros bienes y servicios, educación, suministros básicos, restaurantes, y actividades recreativas, turismo y viajes) en 2023. La muestra incluye los once países originales de la zona del euro: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. En el panel b, la descomposición se basa en valores nominales, reescalando las tasas de crecimiento interanual en función del peso de cada categoría en el gasto en consumo nominal total. Las últimas observaciones corresponden a 2023 en el panel a y al primer trimestre de 2024 en el panel b.

En cuanto al margen de ahorro, la evidencia indica una caída de la tasa de ahorro en los dos últimos años. Combinando la información contenida en la CES sobre el consumo y la renta, pueden calcularse oportunamente las tasas de ahorro y los agregados trimestrales de los hogares. Los movimientos de la tasa de ahorro agregada (en porcentaje de la renta neta) de la CES son muy similares a los observados en la tasa de ahorro agregada (sin desestacionalizar) de las cuentas sectoriales trimestrales de Eurostat (QSA, por sus siglas en inglés) (panel a del gráfico C). En 2022 y 2023 se observa una disminución de la tasa de ahorro de la CES, que es ligeramente más pronunciada que la que muestra el indicador de

dichas cuentas sectoriales. Sin embargo, la tasa de ahorro de Eurostat se acercó a su media de largo plazo en el tercer trimestre de 2023.

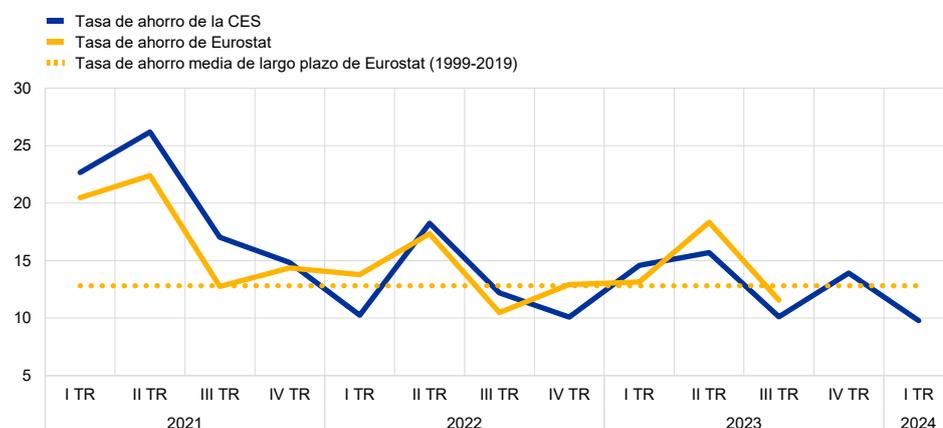
La descomposición de la tasa de ahorro muestra que la caída se debió, principalmente, al mayor gasto en actividades recreativas, turismo y viajes, más que en bienes y servicios de primera necesidad. Los microdatos de la CES permiten realizar un desglose detallado de la variación de la tasa de ahorro en los dos últimos años, teniendo en cuenta las categorías de renta y consumo de los distintos grupos de renta. La reciente disminución de la tasa de ahorro puede atribuirse, en gran medida, a una mayor preferencia de los hogares por el gasto en actividades recreativas y en turismo y viajes tras la pandemia, impulsada sobre todo por los hogares pertenecientes a los grupos con rentas más altas (panel b del gráfico C). El aumento del gasto en bienes duraderos tras la normalización de los cuellos de botella en la producción, favorecido fundamentalmente por los hogares con rentas más bajas, también contribuyó, aunque en menor grado, al descenso de la tasa de ahorro en 2023. En cambio, el gasto en bienes esenciales, como vivienda, alimentación y energía, tuvo un impacto a la baja relativamente moderado en el ahorro de los hogares en 2022 y 2023, pese a los sustanciales incrementos de los precios. Estos resultados reflejan una reducción tanto de la cantidad como de la calidad de las compras de estos bienes y servicios de primera necesidad, en consonancia con los cambios en el comportamiento de gasto de los hogares.

Gráfico C

Tasa de ahorro de la zona del euro

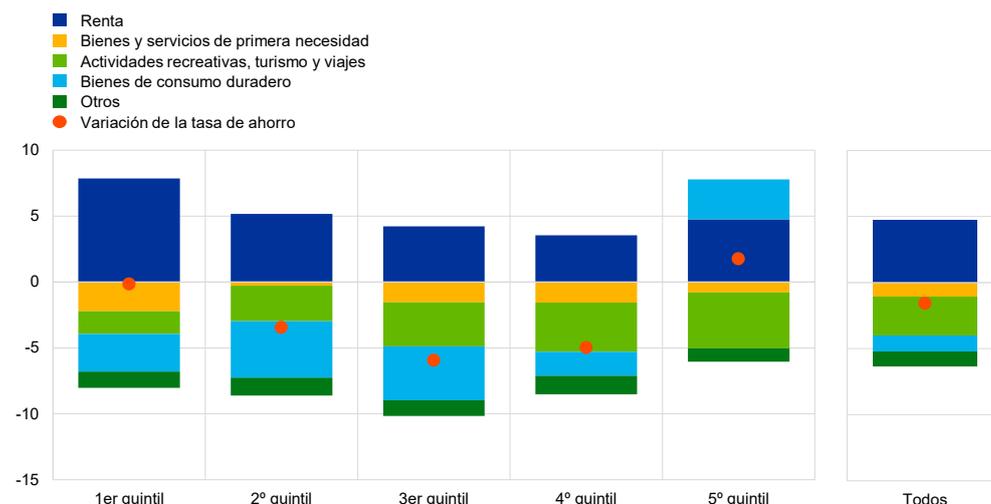
a) Tasa de ahorro de los hogares

(porcentaje de la renta)



b) Descomposición de la tasa de ahorro por quintil de renta y tipo de consumo en la CES (2023 frente a 2022)

(variación en puntos porcentuales)



Fuentes: CES, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la tasa de ahorro de la CES se define como la relación entre el ahorro y la renta neta de los hogares; el ahorro se calcula como la renta neta de los hogares menos el consumo. La tasa de ahorro de Eurostat se calcula como la relación entre el ahorro bruto y la renta bruta disponible de los hogares. La línea punteada se refiere a la media de largo plazo durante el período 1999-2019. Las series están sin desestacionalizar. En el panel b, el gráfico muestra la descomposición de la tasa de ahorro por quintil de renta en 2023 en el lado izquierdo y la descomposición de la tasa de ahorro agregada para 2023 en el lado derecho. En los datos de la CES, la muestra incluye los once países originales de la zona del euro: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para la CES y al tercer trimestre de 2023 para las cuentas sectoriales trimestrales de Eurostat en el panel a, y a 2023 en el panel b.

En cuanto al margen de renta, más de la mitad de los encuestados indicó que la renta nominal había aumentado menos que la inflación en 2023. La evidencia cualitativa procedente de la CES indica que la mayoría de los consumidores (54 %) señaló que su renta se había incrementado más lentamente que la inflación, mientras que el 21 % afirmó que su renta había crecido más rápidamente que la inflación y el 25 % que su renta había disminuido⁷. Sobre la base de la evidencia

⁷ Véase el recuadro titulado «Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

cuantitativa obtenida de la descomposición de la tasa de ahorro, la mayor contribución de la renta en 2023 contrarresta en gran medida el aumento del gasto (panel b del gráfico C). No obstante, los ajustes de la renta suelen ser los que menos se producen, ya que los hogares tienen un control directo menor sobre ellos. Por lo que se refiere a los aspectos distributivos, los consumidores de los quintiles de rentas más bajas fueron quienes señalaron los mayores aumentos de renta, en línea con las subidas del salario mínimo en los países de la zona del euro en los dos últimos años⁸.

⁸ Véase el recuadro titulado «[Los salarios mínimos y su contribución al crecimiento salarial en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

Factores determinantes de la inflación de los alimentos en la zona del euro en los dos últimos años

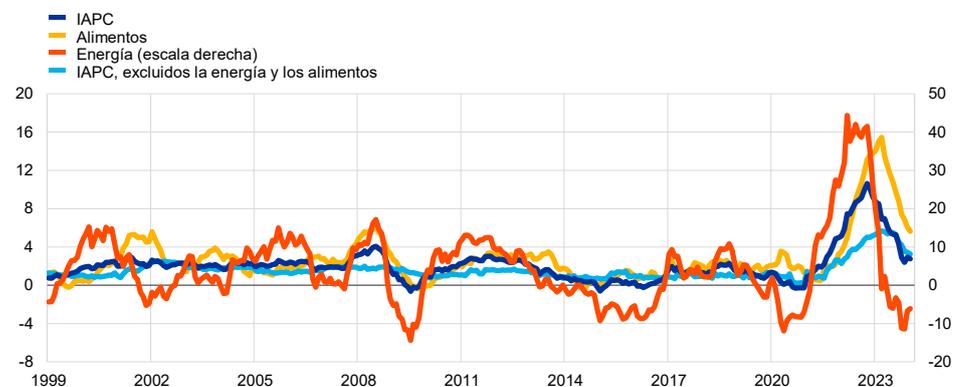
Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes y Ieva Rubene

La tasa de variación de los precios de los alimentos fue uno de los factores que más contribuyó al fuerte aumento de la inflación general de la zona del euro en 2022 y, cuando dicha tasa empezó a disminuir, también lo hizo la inflación. El ritmo de avance de los precios de los alimentos se incrementó hasta alcanzar un máximo histórico de alrededor del 15 % en marzo de 2023, superado únicamente por la anterior escalada de la inflación energética (gráfico A). Desde entonces, dicho ritmo se ha reducido, hasta el 5,7 % en enero de 2024, pero continúa por encima de su media de largo plazo anterior a la pandemia (2,1 %)¹. Los alimentos suponen en torno al 20 % del gasto en la cesta total del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y se trata, en su mayor parte, de bienes de consumo de primera necesidad. Esto significa que la aceleración del componente de alimentos del IAPC afectó al poder adquisitivo de los hogares, en particular de aquellos con rentas más bajas. En este recuadro se examinan los principales factores que explican la evolución reciente de los precios de los alimentos.

Gráfico A

Evolución de los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

El fuerte aumento de la tasa de variación de los precios de consumo de los alimentos desde mediados de 2021 hasta principios de 2023 se observó en los dos componentes principales: alimentos elaborados y alimentos no elaborados. Los alimentos elaborados representan la mayor parte del gasto en

¹ Los máximos registrados anteriormente en la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos se debieron a la preocupación por la salud asociada a enfermedades animales (5,6 % a principios de 2002) y al aumento de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los fertilizantes (6,1 % en 2008). Para un análisis de la evolución de los precios de los alimentos durante la pandemia de COVID-19, véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020, y el recuadro titulado «El marcado aumento de la inflación de los alimentos en la zona del euro y el impacto de la guerra Rusia-Ucrania», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

consumo de alimentos (75 %), mientras que los no elaborados suponen el resto. Las tablas *input-output* de Eurostat sugieren que las estructuras de costes de los sectores de alimentos elaborados y no elaborados son bastante similares, si bien existen algunas diferencias importantes. En el caso de la producción de alimentos elaborados, los insumos energéticos directos constituyen alrededor del 2 % de los consumos intermedios, excluidos costes laborales, mientras que en el de los alimentos no elaborados representan alrededor del 7 %. Al mismo tiempo, el gas y la electricidad (a diferencia del petróleo) tienen un peso mayor en los insumos energéticos de los alimentos elaborados (en torno al 80 %) que en los de los alimentos no elaborados (alrededor del 50 %). Además, los insumos de fertilizantes para la producción de alimentos no elaborados son casi tan importantes como los insumos energéticos. Adicionalmente, los precios de los alimentos no elaborados suelen verse influidos en mayor medida por factores estacionales, como unas condiciones meteorológicas adversas. Por último, para ambos componentes, los consumos intermedios de alimentos incluyen una elevada proporción de costes no laborales de consumos intermedios (en torno al 40 % para los alimentos no elaborados y al 50 % para los alimentos elaborados), lo que significa que la evolución de los precios de los alimentos puede tener importantes efectos de contagio dentro del sector.

El extraordinario aumento de los costes de la energía fue el principal factor determinante del incremento de la tasa de variación de los precios de consumo de los alimentos en 2021 y 2022. A lo largo de 2021, los precios del petróleo repuntaron con fuerza a medida que la economía mundial comenzaba a recuperarse de los efectos de la pandemia de coronavirus (COVID-19), al mismo tiempo que había restricciones de oferta de esta materia prima. Además, en el verano de 2021, los precios mayoristas del gas en los mercados europeos experimentaron una acusada subida, como consecuencia de una combinación de factores de oferta y de demanda. Estos desarrollos se agravaron a principios de 2022 a causa de la invasión rusa de Ucrania². El notable ascenso de los precios de las materias primas energéticas provocó posteriormente un fuerte crecimiento de los precios de producción de la energía y de los fertilizantes, que están estrechamente ligados al precio del gas (gráfico B). Desde una perspectiva histórica, el aumento de los precios de producción de la energía fue excepcionalmente elevado. El avance fue especialmente significativo en el caso del gas y la electricidad y, en septiembre de 2022, los precios mayoristas del gas alcanzaron un pico que se situó un 440 % por encima de su nivel de diciembre de 2020. Según las tablas *input-output* de Eurostat para 2019, se estima que los costes energéticos representan alrededor del 3 % de los costes totales no laborales de los consumos intermedios del sector alimentario. Aunque este porcentaje puede parecer reducido, la propia magnitud de la perturbación de los precios de la energía provocó aumentos considerables de los costes de producción totales. Cuando alcanzaron su máximo, los precios de producción de la energía (que comprenden principalmente la electricidad, el gas y el aire acondicionado) se situaron casi un 280 % por encima de su nivel de diciembre de 2020. Este incremento implicaría un encarecimiento de los costes totales no

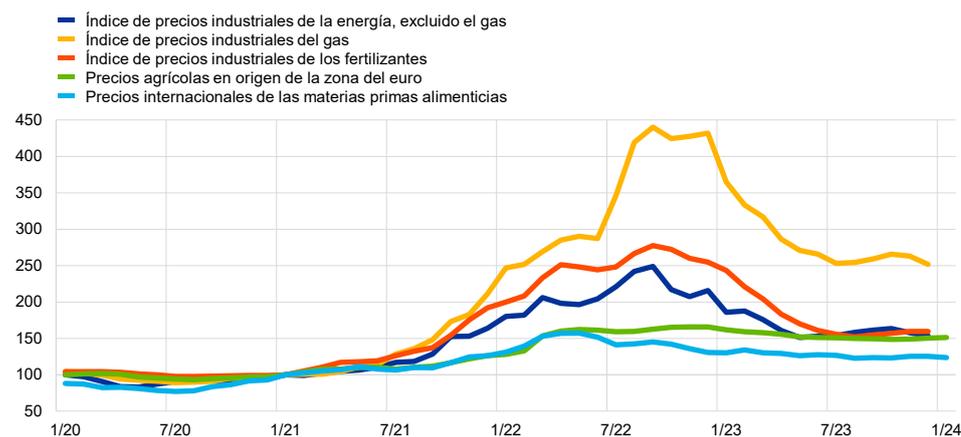
² Para un análisis más detallado de la evolución de los precios de la energía en 2021-2022, véase el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

laborales de los consumos intermedios del sector alimentario de alrededor del 9 % (debido exclusivamente a esta perturbación específica de los costes de los insumos).

Gráfico B

Evolución de los costes de los insumos principales que afectan a los precios de consumo de los alimentos

(índice: enero de 2021 = 100)



Fuentes: Eurostat, Hamburg Institute of International Economics (HWWI), BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los índices de precios industriales se refieren a la zona del euro; los precios internacionales de las materias primas alimenticias están denominados en euros. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023 para los índices de precios industriales y a enero de 2024 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y para los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

Las subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen de la zona del euro también contribuyeron significativamente al aumento de la inflación, como consecuencia, en parte, del alza de los precios mundiales de la energía, pero también de otros factores³. Tras caer a niveles reducidos durante la fase inicial de la pandemia, los precios internacionales de las materias primas alimenticias, en particular el maíz, el trigo y la soja, comenzaron a recuperarse en la segunda mitad de 2020 y siguieron incrementándose de forma acusada a lo largo de 2021. Este avance tuvo su origen en el repunte de la demanda de piensos en China, la escasez de oferta provocada en parte por las condiciones meteorológicas en América del Sur y el aumento de los costes de la energía⁴. Los precios del trigo experimentaron una fuerte subida, en concreto tras el estallido de la guerra de Rusia contra Ucrania, lo que generó preocupación a escala mundial por el suministro de cereales procedente de estos dos países. En consecuencia, y como reflejo de la evolución de los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales, así como del encarecimiento de los costes de la energía y de los fertilizantes, los precios

³ La principal diferencia entre los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los precios agrícolas en origen de la zona del euro es que los primeros se negocian en los mercados financieros mundiales, mientras que los segundos son precios pagados a los agricultores de la zona del euro a pie de explotación (es decir, cuando los productos salen de la explotación agrícola). Los precios agrícolas en origen son comunicados por los Estados miembros de la UE a la Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea y el BCE los agrega para la zona del euro.

⁴ Véase «Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand», Grupo del Banco Mundial, Washington, DC, octubre de 2021. Licencia: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

agrícolas en origen de la zona del euro se incrementaron con fuerza. La mayor alza de precios se registró en los cereales, principalmente debido a los precios del trigo, seguida de la carne y de los productos lácteos, dado que el maíz es un importante forraje para los animales de granja. Estos ascensos de los precios agrícolas en origen de la zona del euro contribuyeron a la subida de los precios de producción de la industria alimentaria, que ya se enfrentaba a mayores costes energéticos directos de producción. A medida que los precios de la energía y de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales empezaron a disminuir a mediados de 2022, las presiones sobre los precios de los insumos se moderaron. Sin embargo, los precios agrícolas en origen de la zona del euro continuaron en niveles elevados, lo que, en parte, puede haberse debido al persistente avance de los precios de la carne, pero también a otros factores internos⁵. Las presiones adicionales al alza sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias y sobre los precios agrícolas en origen de la zona del euro tuvieron su origen en fenómenos meteorológicos adversos a nivel local y mundial, cuya frecuencia está aumentando gradualmente como consecuencia del cambio climático. Parte de estas presiones al alza se trasladaron posteriormente a los precios de consumo⁶. En conjunto, aunque la subida de los precios de consumo de los alimentos fue generalizada en varios de sus componentes, fue mayor en el caso de los que están asociados más estrechamente a insumos de materias primas alimenticias y a un consumo energético elevado.

Los resultados del modelo corroboran el importante papel que desempeñan los costes energéticos y, en menor medida, las materias primas alimenticias (gráfico C). Según un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), la desviación de la inflación de los alimentos con respecto a su media de largo plazo en los dos últimos años estuvo determinada, en un grado significativo, por el aumento de los costes de la energía. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias (en euros) y los precios agrícolas en origen de la zona del euro también fueron factores importantes⁷. El impacto de los precios agrícolas en origen de la zona del euro que se presentan en el modelo es lo que

⁵ Los precios de la carne de porcino y de vacuno se han mantenido altos debido a la disminución de la oferta interna.

⁶ El efecto de unas condiciones meteorológicas extremas puede materializarse parcialmente a través de los precios de las materias primas alimenticias, especialmente si se trata de fenómenos ocurridos fuera de Europa. Por ejemplo, existe evidencia de que El Niño (un fenómeno climático que se produce de forma natural y puede dar lugar a condiciones meteorológicas extremas) de 2023-2024 está afectando a los precios internacionales de las materias primas alimenticias (véase el recuadro titulado «[Riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias derivados de El Niño](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023). Sin embargo, los fenómenos meteorológicos extremos en Europa también pueden tener impactos directos en los precios de consumo de los alimentos, especialmente cuando los productos no tienen un mercado mundial. Este sería el caso, por ejemplo, de los precios de las frutas y hortalizas frescas. Por ejemplo, se estima que el calor extremo que padeció Europa en el verano de 2022 añadió alrededor de 0,8 puntos porcentuales a los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro un año después (véase F. Kuik, W. Modery, C. Nickel y M. Parker, «[The price of inaction: what a hotter climate mean for monetary policy](#)», *The ECB Blog*, 12 de diciembre de 2023). Para más evidencia, véase también el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

⁷ No obstante, la contribución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias también podría reflejar, en parte, la subida de los precios mundiales de la energía. Además, dado que para el análisis del modelo los precios internacionales de las materias primas alimenticias están denominados en euros, la contribución obtenida del modelo puede reflejar asimismo el impacto de las fluctuaciones de los tipos de cambio.

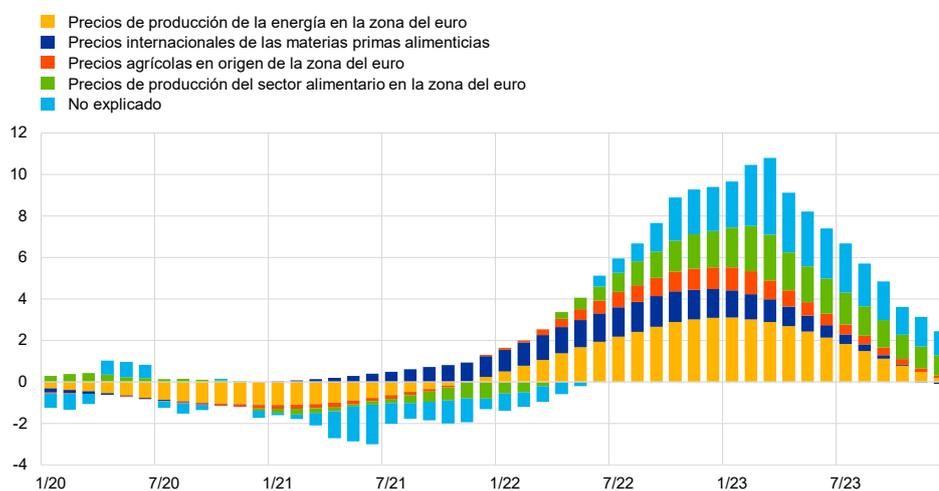
resta después de tener en cuenta el impacto de los precios de producción de la energía. Del mismo modo, el impacto de los precios de producción del sector alimentario de la zona del euro muestra la contribución de este sector a los precios de consumo después de tener en cuenta los efectos de los precios de la energía, los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los precios agrícolas en origen. Esto significa que la contribución de los precios de producción del sector alimentario que se muestra en el gráfico C refleja factores procedentes del componente de manufacturas de los precios de consumo de los alimentos que no están relacionados con los precios de los insumos energéticos y alimenticios. En general, si se considera esta contribución junto con la contribución no explicada del modelo, se puede concluir que hay una parte importante del repunte de la inflación de los alimentos que queda pendiente de explicar⁸. El motivo puede ser que hay características que no se modelizan explícitamente debido a la escasez de datos adecuados, por ejemplo, sobre factores internos como los salarios y los beneficios. Estos factores son relevantes tanto para el componente de manufacturas de los precios de consumo de los alimentos como para el componente de distribución y venta minorista. También es posible que el modelo no capture los efectos no lineales de la escalada de los costes energéticos sobre los precios de los alimentos.

⁸ Incluso después de tener en cuenta un mayor número de perturbaciones identificadas (incluidas las de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias), en un trabajo reciente también se llega a la conclusión de que una gran parte del aumento de la inflación de los alimentos sigue sin explicarse (véase M. Bańbura, E. Bobeica y C. M. Hernández, «[What drives core inflation? The role of supply shocks](#)», *Working Paper Series*, n.º 2875, BCE, noviembre de 2023).

Gráfico C

Visión basada en un modelo de los determinantes de los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro

(contribuciones en puntos porcentuales a las desviaciones con respecto a la media de largo plazo)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra una descomposición, basada en un modelo BVAR, de los determinantes de la desviación de la inflación de los alimentos en la zona del euro con respecto a su media de largo plazo (y su situación inicial) utilizando el conjunto de herramientas BEAR del BCE. Los costes de la energía se aproximan mediante el índice de precios industriales de la zona del euro para el sector energético. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias (en euros) proceden del HWWI; los precios agrícolas en origen de la zona del euro proceden del BCE, basados en datos de la Comisión Europea. La identificación de los determinantes sigue la descomposición de Choleski como en 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, marzo de 2012, pp. 179-218, que impone el siguiente orden de innovaciones: precios internacionales de las materias primas alimenticias, precios de producción de la energía en la zona del euro, precios agrícolas en origen de la zona del euro, precios de producción del sector alimentario y precios de consumo. Este orden es coherente con el supuesto de la cadena de precios. La muestra de estimación abarca el período comprendido entre diciembre de 1996 y diciembre de 2023.

Los factores internos —como la evolución de los salarios y de los

beneficios— han ido adquiriendo importancia gradualmente para explicar la subida de los precios de consumo de los alimentos.

La descomposición basada en el modelo sugiere que los precios de los insumos de energía y alimentos no pueden explicar plenamente el aumento y los elevados niveles posteriores de la tasa de variación de los precios de consumo de los alimentos a partir del segundo semestre de 2022 aproximadamente (véase «no explicado» en el gráfico C). Como se ha indicado con anterioridad, una posible explicación es la contribución de factores internos. Por ejemplo, para compensar las pérdidas de renta real de los trabajadores, los salarios del sector agrícola y de la industria alimentaria aumentaron un 6,2 % y un 3,5 %, respectivamente, en 2022 (en tasa interanual), y algo más del 5 %, en ambos casos, en los tres primeros trimestres de 2023 (gráfico D)⁹. Del mismo modo, los salarios del sector de transporte y almacenamiento, que es una parte importante de la cadena de distribución alimentaria, se elevaron un 4,3 % en 2022 y un 6,3 % en los tres primeros trimestres de 2023. Esto significa que el crecimiento de los salarios en estos sectores, que refleja, en parte, las subidas de los salarios mínimos, fue ligeramente superior al de

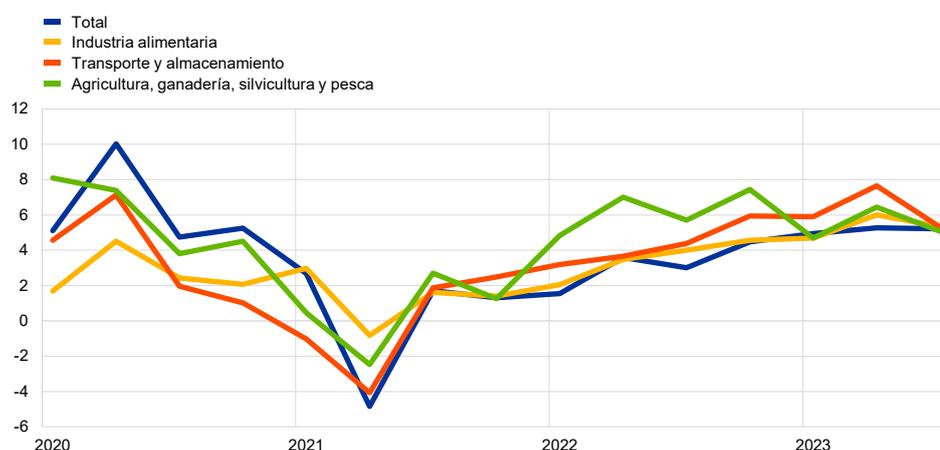
⁹ Esto contrasta con un aumento medio anual de los sueldos y salarios en el sector agrícola y en la industria alimentaria del 1,6 % y el 1,9 %, respectivamente, entre 2009 y 2019. Los cálculos se basan en datos de Eurostat.

los salarios en el conjunto de la economía¹⁰. Mientras que los datos de las cuentas nacionales muestran que los beneficios unitarios en el sector agrícola se incrementaron de forma sustancial, los datos de beneficios de la industria alimentaria y del sector minorista de alimentación son escasos. Aunque los volúmenes vendidos (medidos por el índice deflactado de ventas minoristas de alimentos y bebidas) se redujeron levemente durante el período de elevada inflación, al final de 2023 se situaban solo un 1 % por debajo del nivel de 2019, pero, en promedio, el nivel de precios era un 26 % más alto que en 2019. Esto podría sugerir una reacción lenta de la demanda a las variaciones de los precios en el sector alimentario.

Gráfico D

Evolución de los salarios en algunos sectores relevantes para los precios de consumo de los alimentos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023. Los datos relativos a la industria alimentaria y al sector de transporte y almacenamiento se refieren a los sueldos y salarios brutos por hora trabajada (obtenidos de las estadísticas coyunturales de Eurostat), mientras que los datos para el total de los sectores y para el sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca se refieren a la remuneración por hora trabajada (obtenidos de las cuentas nacionales).

En resumen, la inflación de los alimentos en la zona del euro aumentó de forma acusada inicialmente, debido a los altos precios de la energía y de las materias primas alimenticias, mientras que los factores internos han contribuido a mantenerla en niveles elevados más recientemente. Las excepcionales perturbaciones que afectan a los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, atribuibles en gran medida a factores externos, están desapareciendo, lo que contribuirá previsiblemente a moderar la tasa de avance de los precios de los alimentos en el transcurso de este año. Se espera que esta desaceleración sea gradual, dado el fuerte crecimiento de los salarios, en particular de los salarios mínimos.

¹⁰ En 2022, y en particular en 2023, los salarios mínimos aumentaron en muchos países de la zona del euro y contribuyeron al crecimiento total de los salarios. Véase el recuadro titulado «[Los salarios mínimos y su contribución al crecimiento salarial en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

5 Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE

Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández y Adrian Page

En los últimos años, la elaboración de las proyecciones de inflación ha sido una tarea sumamente compleja, habida cuenta de las grandes perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro. La serie de perturbaciones extraordinarias que se produjeron con posterioridad a 2019 —entre ellas la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la guerra de Rusia contra Ucrania— provocaron una escalada de la inflación. Estas perturbaciones fueron de carácter excepcional y de tal magnitud que su transmisión a través de la economía y a los precios de consumo resultaba muy difícil de evaluar en tiempo real. Es importante señalar que varias de las perturbaciones quedaban por fuera de las distribuciones históricas, lo que limitaba considerablemente la extrapolación de patrones previos. Con el fin de dar mejor cuenta de la incertidumbre existente, las proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE empezaron a incorporar escenarios alternativos durante ese período¹.

Los errores en las proyecciones de inflación a corto plazo aumentaron a partir de la segunda mitad de 2021 y disminuyeron de forma significativa en 2023. En 2022, el BCE publicó un análisis de los motivos del deterioro observado en la precisión de las proyecciones de inflación desde mediados de 2021². Adicionalmente, en 2023 se analizó el impacto de la guerra en Ucrania y de las consiguientes perturbaciones en el suministro energético sobre la precisión de las proyecciones realizadas en 2022³. Los análisis demostraron la existencia de errores importantes y generalizados en las proyecciones de inflación, tanto en las elaboradas por las distintas instituciones y analistas como en las referidas a las distintas economías. Esto puso de relieve el papel preponderante que desempeñaron los factores globales en un contexto de subidas sin precedentes de los precios de las materias primas (sobre todo de la energía). Sin embargo, la proporción del total de errores de previsión atribuibles a los precios de las materias

¹ En 2020 y 2021, en todas las proyecciones trimestrales se incluyeron análisis de escenarios basados en supuestos alternativos sobre la evolución futura de la pandemia de COVID-19 y sus consecuencias económicas. En 2022, los escenarios alternativos se centraron en las repercusiones económicas de la guerra en Ucrania, en especial en lo que respecta a la incertidumbre sobre el suministro de energía. Más recientemente, el análisis de escenarios se ha focalizado en riesgos más concretos, como la desaceleración de la economía china o una posible escalada del conflicto en el mar Rojo.

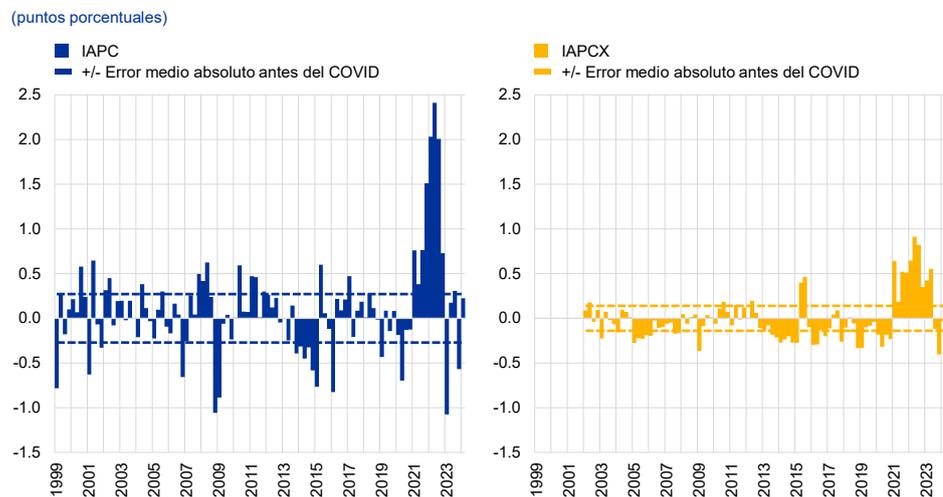
² Véase el recuadro titulado «[Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022. Véase también el artículo titulado «[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019. Además, en el ECB Data Portal puede consultarse una [base de datos completa de proyecciones macroeconómicas anteriores elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE](#), que permite a los investigadores analizar con facilidad la precisión de las proyecciones. Los procesos y las herramientas utilizados para elaborar las proyecciones se describen en una [guía](#) que está disponible en el sitio web del BCE.

³ Véase el recuadro titulado «[Evaluación actualizada de las proyecciones de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema y del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023.

primas energéticas o a otros supuestos condicionantes (cuantificados mediante las herramientas convencionales del Eurosistema/BCE) disminuyó a lo largo de 2022. Esta disminución enfatizó la influencia de otras perturbaciones excepcionales —como las originadas por la reapertura de la economía tras la pandemia y por los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro— que afectaron principalmente a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En este recuadro se actualizan esos análisis, poniendo el foco en el período más reciente. En el gráfico A se presentan los errores a un trimestre vista (calculados como los datos observados para un trimestre dado menos la proyección correspondiente) en la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX, y se muestra que el acusado deterioro observado en la precisión de las proyecciones abarcó el período comprendido entre mediados de 2021 y principios de 2023. Desde entonces, la precisión de las proyecciones ha retornado, en general, a los niveles anteriores a la pandemia de COVID-19, sobre todo en lo que respecta a la inflación medida por el IAPC⁴. En el caso de la inflación medida por el IAPCX, la magnitud de los errores detectados en 2023 fue menor, pero siguió siendo algo elevada en términos históricos. Si se consideran los datos disponibles para los dos primeros meses de 2024, y suponiendo que la inflación permanezca sin variación en marzo de 2024, el error de previsión del IAPC será de $-0,2$ puntos porcentuales en el primer trimestre de 2024, mientras que el dato relativo al IAPCX estará en línea con las proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE.

Gráfico A

Errores de previsión a un trimestre vista en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema/BCE



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro y Eurostat.

Notas: Un error se define como la diferencia entre el dato observado para un trimestre dado y la previsión para ese trimestre realizada en el trimestre inmediatamente anterior (por ejemplo, la diferencia entre el dato correspondiente al cuarto trimestre de 2022 y el valor proyectado para ese trimestre en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2022). Los datos del primer trimestre de 2024 representan errores medios basados en datos publicados disponibles (que solo abarcan enero y febrero de 2024) y asumen que las tasas de inflación permanecen sin variación en marzo de 2024.

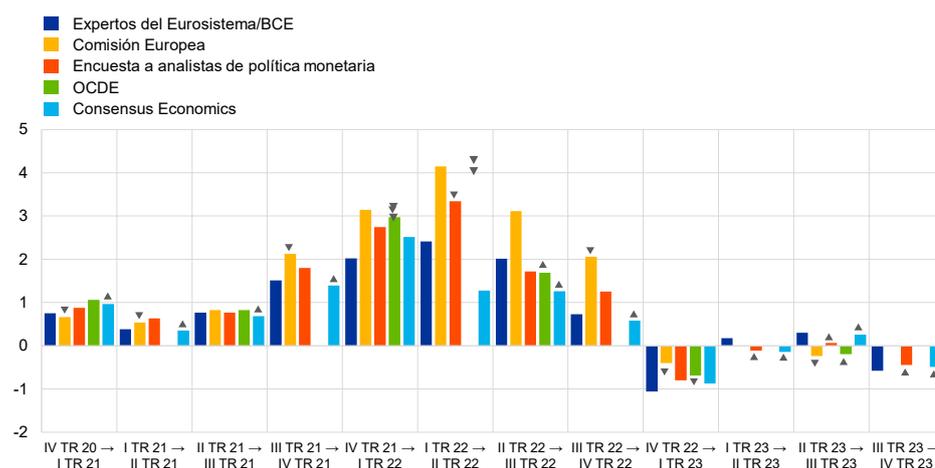
⁴ En un horizonte a cuatro trimestres vista se obtienen resultados similares. Los errores de predicción del IAPC —y, en menor medida, del IAPCX— a cuatro trimestres vista también se redujeron en 2023 y actualmente se sitúan próximos a los niveles prepandemia.

La precisión de las proyecciones de inflación para la zona del euro elaboradas por otras instituciones internacionales y analistas del sector privado también mejoró a lo largo de 2023. Los expertos del Eurosistema/BCE y otras instituciones y analistas han cometido errores de previsión en sus proyecciones de inflación a corto plazo muy similares en términos tanto del signo como de la magnitud de dichos errores (gráfico B). Al comparar las proyecciones es importante tener en cuenta las diferencias en las fechas de publicación de las diversas previsiones (lo que implica que la información de que disponen los expertos es diferente), que vienen señaladas por las flechas en el gráfico B. Las principales instituciones y analistas subestimaron considerablemente la escalada de la inflación en 2021-2022 y se vieron sorprendidos por la velocidad de su descenso en el primer trimestre de 2023; desde entonces, se ha observado que los errores han disminuido sustancialmente y se cometen de forma menos sistemática.

Gráfico B

Errores de previsión a un trimestre vista en las proyecciones de inflación medida por el IAPC de distintas instituciones y analistas

(puntos porcentuales)



Fuentes: Proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE, Consensus Economics, encuesta a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés), Comisión Europea, OCDE y Eurostat.

Notas: Los errores se calculan como el dato observado menos el proyectado. En el eje horizontal se indica el trimestre en el que se publicaron las proyecciones y el trimestre al que se refieren (es decir, «IV TR 20 → I TR 21» se refiere a las proyecciones relativas al primer trimestre de 2021 que se publicaron en el cuarto trimestre de 2020). Los errores de previsión de otras instituciones y analistas distintos del Eurosistema/BCE se muestran para publicaciones con una fecha de cierre próxima a la de las proyecciones del Eurosistema/BCE correspondientes. En el caso de la SMA, los datos representan la mediana de las respuestas de los encuestados, mientras que para Consensus Economics, los datos representan la media. Las flechas que aparecen encima y debajo de las barras indican las diferencias en el número de meses para los que se disponía de datos del IAPC en la fecha de cierre de cada publicación en comparación con las proyecciones del Eurosistema/BCE: una flecha hacia arriba señala un mes más de datos, una hacia abajo un mes menos y dos flechas hacia abajo indican dos meses menos de datos. Las proyecciones trimestrales de la OCDE solo se publican dos veces al año, por lo que no se muestran errores en el primer y tercer trimestre. Por lo que respecta a las previsiones para el cuarto trimestre de 2023, la Comisión Europea no publicó previsiones trimestrales en sus proyecciones del verano de 2023, por lo que no se muestran errores para ese trimestre. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2023 fue el 30 de agosto de 2023. Aunque era un día antes de la publicación de la estimación de avance del IAPC de la zona del euro para agosto de 2023, se incluyeron estimaciones de avance para cinco países de la zona (que representaban el 45 % del IAPC total de la zona del euro), con el resultado de que, finalmente, la cifra utilizada no se desvió de la estimación de avance del IAPC general de Eurostat.

Los factores determinantes de los errores de predicción han ido cambiando con el tiempo. En el gráfico C se descomponen los errores de predicción de la

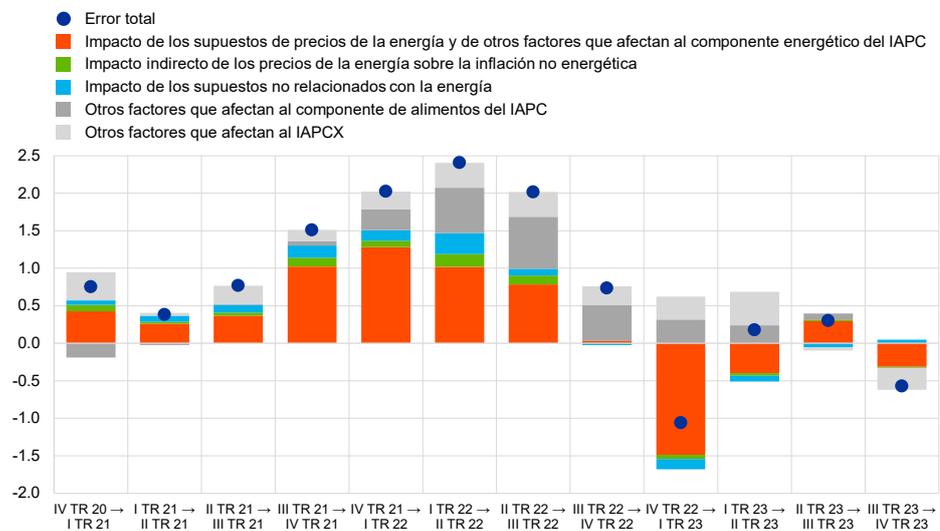
inflación medida por el IAPC entre distintos factores determinantes. Los precios de la energía fueron el origen de la mayoría de los errores que se produjeron hasta principios de 2022. En esos momentos, el aumento acusado e inesperado de los precios de los alimentos también empezó a desempeñar un papel importante (como

muestran las barras de color gris oscuro, que indican, a partir de elasticidades estándar, la contribución de los errores detectados en la previsión del componente de alimentos del IAPC que no pueden explicarse por los errores en los supuestos)⁵. Los errores de predicción de la inflación medida por el IAPCX también tuvieron un impacto considerable hasta el segundo trimestre de 2023. En ese año, los precios de la energía volvieron a causar errores significativos, pero en esta ocasión el factor inesperado fue la velocidad de su descenso.

Gráfico C

Descomposición de los errores de previsión a un trimestre vista de la inflación medida por el IAPC en las proyecciones recientes del Eurosistema/BCE

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Error total» es el dato observado menos el proyectado. En el eje horizontal se indica el trimestre en el que se publicaron las proyecciones y el trimestre al que se refieren (es decir, «IV TR 20 → I TR 21» se refiere a las proyecciones relativas al primer trimestre de 2021 que se publicaron en el cuarto trimestre de 2020). «Impacto indirecto de los precios de la energía sobre la inflación no energética» es la suma de los efectos indirectos de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad. En el caso del petróleo se basan en las elasticidades obtenidas de los modelos macroeconómicos de los expertos del Eurosistema, y para el gas y la electricidad se calculan suponiendo una elasticidad proporcional a la perturbación del precio del petróleo. «Impacto de los supuestos no relacionados con la energía» se refiere a los supuestos sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo, las cotizaciones en los mercados bursátiles, la demanda externa, los precios de exportación de los competidores, los precios de los alimentos y el tipo de cambio.

En un principio, los errores en los supuestos relativos a los precios de las materias primas explicaron la mayor parte de los errores detectados en el componente energético del IAPC, pero, posteriormente, la naturaleza crecientemente compleja de la traslación de los precios de la energía empezó a cobrar mayor importancia. Al elaborar las proyecciones, los expertos utilizan las expectativas de los mercados acerca de una serie de variables fundamentales (incluidas las implícitas en los precios de los futuros de las materias primas energéticas) como supuestos condicionantes. En épocas menos excepcionales, estos «supuestos técnicos» —en particular los que se refieren a los precios del petróleo— explican la gran mayoría de los errores observados en las previsiones de

⁵ Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la inflación de los alimentos en la zona del euro en los dos últimos años» en este Boletín Económico.

inflación del componente energético⁶. Dado que los precios del gas han ido desvinculándose cada vez más de los del petróleo, los modelos empleados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema se han actualizado para incluir los precios del gas y del crudo como canales separados y diferenciados. En el gráfico D se presenta una descomposición de los errores detectados en las proyecciones de inflación relativas al componente energético (reflejo de las barras de color rojo del gráfico C) a partir de estos modelos ajustados. A diferencia de períodos anteriores, los precios del petróleo han desempeñado un papel relativamente limitado a la hora de explicar los errores de los últimos años, mientras que los errores que se han producido en los supuestos condicionantes de los precios del gas han sido significativos. Con todo, en el gráfico D también se muestra que, incluso si se hubieran anticipado sin errores las sendas de los precios del crudo y del gas, los modelos habrían seguido subestimando considerablemente la tasa de variación de los precios de la energía en 2022 y la habrían sobreestimado de forma notable en el primer trimestre de 2023 (como indican las barras de color azul, que representan todos los errores no explicados por los supuestos técnicos). Ello probablemente refleje la complejidad de la fijación de los precios de consumo del gas y de la electricidad en los distintos países de la zona del euro, la cual se vio acrecentada por las medidas fiscales de amplio alcance adoptadas para tratar de limitar el impacto de las perturbaciones de los precios de la energía⁷. También puede reflejar no linealidades en la traslación de los precios de las materias primas a los precios de consumo, que pueden haber sido sustanciales durante ese período.

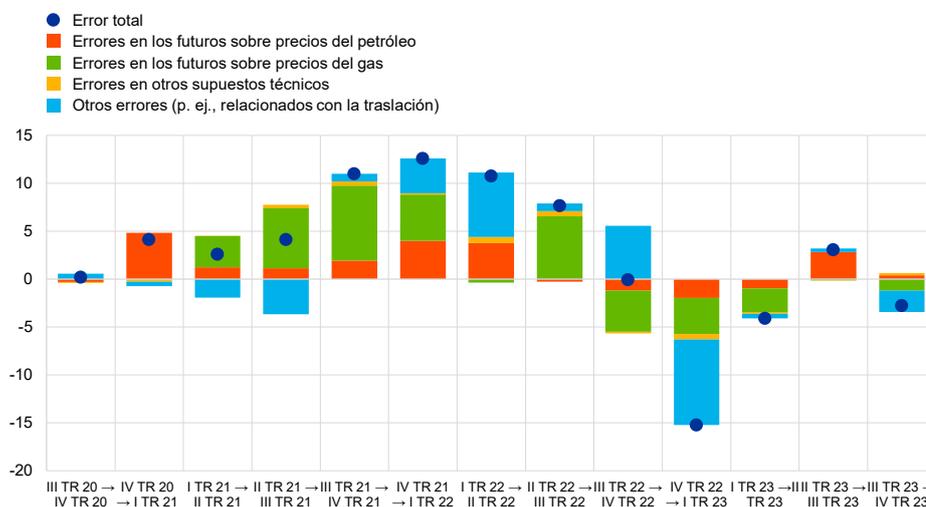
⁶ Entre el cuarto trimestre de 2001 y el cuarto trimestre de 2019 (es decir, antes del COVID), el peso mediano de los errores totales de previsión a un trimestre vista de la inflación del componente energético del IAPC atribuible a errores en los supuestos relativos a los precios del petróleo fue de alrededor del 90 %, mientras que, entre el primer trimestre de 2020 y el último trimestre de 2023, dicho peso se redujo hasta el 40 %, aproximadamente.

⁷ Véanse el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022; el recuadro titulado «[Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023, y el recuadro titulado «[Medidas de política fiscal en respuesta a la perturbación energética e inflacionista y al cambio climático](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

Gráfico D

Descomposición de los errores de previsión a un trimestre vista del componente energético del IAPC en las proyecciones recientes del Eurosistema/BCE

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Error total» es el dato observado menos el proyectado. En el eje horizontal se indica el trimestre en el que se publicaron las proyecciones y el trimestre al que se refieren (es decir, «IV TR 20 → I TR 21» se refiere a las proyecciones relativas al primer trimestre de 2021 que se publicaron en el cuarto trimestre de 2020). La descomposición se basa en elasticidades actualizadas obtenidas de los modelos macroeconómicos de los expertos del Eurosistema a partir de finales de 2023.

Una descomposición histórica de la inflación medida por el IAPCX confirma la importante contribución de los efectos indirectos generados por el encarecimiento de la energía después de la pandemia y apunta a una transmisión sin precedentes de las intensas e inusuales perturbaciones. En vista del inesperado y acusado aumento que ha experimentado la inflación medida por el IAPCX en el pasado reciente, los expertos del BCE han desarrollado un modelo BVAR estructural de gran escala que identifica una amplia abanico de perturbaciones de demanda y de oferta⁸. Una descomposición histórica basada en este modelo muestra que el pronunciado avance del IAPCX con posterioridad a la pandemia tuvo su origen en una tormenta perfecta de perturbaciones (gráfico E). Las perturbaciones de oferta —en particular los efectos indirectos derivados de las subidas sin precedentes de los precios del gas y de las disrupciones en las cadenas globales de suministro— explican la mayor parte del incremento del IAPCX en el período pospandemia. No obstante, las perturbaciones de demanda también fueron un importante factor determinante de esa dinámica observada después de la pandemia, debido a la recuperación de la demanda interna y mundial tras la reapertura de la economía, aunque solo a partir de 2022. Tras las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, la contribución de las perturbaciones de demanda agregada comenzó a disminuir en 2023, lo que favoreció el proceso de desinflación. Como muestra el gráfico E, la proporción de la dinámica del IAPCX que el modelo no puede explicar (denominada «otros factores») aumenta de forma significativa a partir de 2022. Esto podría apuntar a una transmisión no lineal de las grandes perturbaciones de 2021 que los modelos lineales estándar no pueden

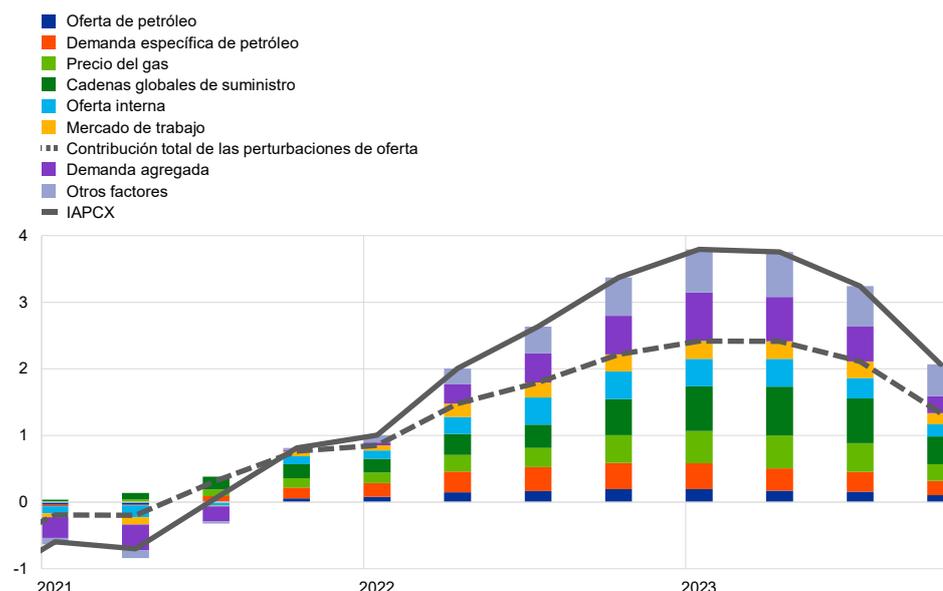
⁸ Véase M. Bańbura, E. Bobeica y C. Martínez Hernández, «What drives core inflation? The role of supply shocks», *Working Paper Series*, n.º 2875, BCE, 2023.

captar. La evidencia obtenida de este modelo demuestra la importancia de incluir indicadores de las cadenas globales de suministro y de los precios del gas al modelizar y realizar previsiones de la inflación de la zona del euro, así como de considerar enfoques de modelización alternativos.

Gráfico E

Descomposición basada en modelos de la inflación medida por el IAPCX

(tasas de variación interanual; desviaciones con respecto a la media implícita en el modelo)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media puntual de la distribución posterior de la descomposición histórica de la inflación medida por el IAPCX basada en un modelo BVAR estructural de gran escala que identifica las perturbaciones con restricciones cero y de signo. La última descomposición corresponde al cuarto trimestre de 2023.

Aunque los errores de predicción de la inflación han retornado ahora a niveles más normales, los expertos siguen perfeccionando sus herramientas de previsión realizando análisis adicionales que puedan utilizarse en las proyecciones en momentos de gran incertidumbre.

Los expertos continúan trabajando para mantener sus herramientas de previsión en línea con las técnicas más avanzadas y desarrollando un conjunto más diverso de modelos. A este proceso contribuyen los intercambios periódicos en los foros técnicos del Eurosistema y los debates con representantes del mundo académico. Un ejemplo de ello es la modelización más elaborada de los precios del gas y de las cadenas globales de suministro que se ha descrito anteriormente. Otro es el desarrollo de modelos de aprendizaje automático que tratan de capturar algunas de las no linealidades mencionadas antes, y uno de estos modelos se ha incorporado a la serie de herramientas empleadas por los expertos para realizar contrastes periódicos de sus proyecciones de referencia⁹. Asimismo, los expertos siguen desarrollando herramientas para evaluar los riesgos en torno a los escenarios base utilizando una amplia variedad de análisis de sensibilidad y escenarios alternativos. Desde marzo de 2023, las proyecciones se presentan utilizando gráficos de

⁹ Véase M. Lenza, I. Moutachaker y J. Paredes, «Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach», *Working Paper Series*, n.º 2830, BCE, 2023.

abanico, que ponen de relieve la incertidumbre implícita, sobre todo en horizontes más largos¹⁰. Estos análisis adicionales aportan información relevante para las decisiones de política monetaria del BCE, que complementa las proyecciones de referencia y otros análisis de los expertos.

¹⁰ Véase, por ejemplo, el gráfico 4 del documento [«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»](#), marzo de 2024.

6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de noviembre de 2023 y el 30 de enero de 2024

Nikolaus Solonar y María González da Silva

En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2023. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 1 de noviembre de 2023 y el 30 de enero de 2024 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia. Esta disminución se debió al vencimiento de la sexta operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.6) y a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras TLTRO efectuados por las entidades de crédito el 20 de diciembre de 2023. La provisión de liquidez también descendió, como consecuencia de la reducción del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) tras la finalización de las reinversiones en el marco de este programa a principios de julio de 2023. La menor provisión de liquidez se vio compensada, en parte, por la contracción continuada de los factores autónomos netos —debido fundamentalmente a una caída de los depósitos de las Administraciones Públicas— desde que los tipos de interés oficiales del BCE abandonaron el terreno negativo en julio de 2022.

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 104,1 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.630,9 mm de euros. Esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 102,3 mm de euros —hasta los 1.467,7 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia de la caída de los factores autónomos de absorción de liquidez y del aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas descendieron en 1,8 mm de euros hasta los 163,2 mm de euros.

Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 67,1 mm de euros, hasta situarse en 2.653,5 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos. Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección «Pasivo» del cuadro A) disminuyeron en 40,3 mm de euros, en promedio, durante el período

considerado, hasta situarse en 182,3 mm de euros. Esta disminución refleja la continuación de la normalización del volumen general de los colchones de efectivo mantenidos por los Tesoros nacionales y su mayor propensión a colocar esos fondos en el mercado en respuesta a los cambios en la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, así como el descenso de dichos depósitos que suele producirse al final del año. La normalización de las condiciones del mercado de repos y el aumento de los tipos repo con respecto al tipo a corto plazo del euro (€STR) también hicieron que invertir en el mercado fuera una opción más atractiva que mantener depósitos en el Eurosistema. El importe de los billetes en circulación disminuyó, en promedio, en 6,1 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.553,7 mm de euros, debido a la reducción en curso en las tenencias de billetes observada desde que los tipos de interés oficiales del BCE abandonaron el terreno negativo en julio de 2022.

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron en 35,4 mm de euros, hasta alcanzar los 1.186,2 mm de euros (véase la sección «Activo» del cuadro A)¹. Los activos netos denominados en euros aumentaron en 18,1 mm de euros durante el período de referencia. Este aumento obedeció, sobre todo, a la caída continuada de los pasivos denominados en euros frente a no residentes. Ello, a su vez, refleja cambios en las estrategias de gestión de efectivo de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS se revisó a la baja el 1 de mayo de 2023. Los activos exteriores netos registraron un alza de 17,3 mm de euros, reflejo de la reasignación de activos propios a las reservas exteriores por parte de varios bancos centrales nacionales.

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

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024						Período de referencia anterior: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 1 de noviembre a 19 de diciembre de 2023		Octavo período de mantenimiento: 20 de diciembre de 2023 a 30 de enero de 2024		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.653,5	(-67,1)	2.656,2	(-47,1)	2.650,3	(-5,8)	2.720,6	(-83,0)
Billetes en circulación	1.553,7	(-6,1)	1.551,1	(-3,6)	1.556,7	(+5,6)	1.559,8	(-5,5)
Depósitos de las AAPP	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
Facilidad de depósito	3.520,5	(-94,6)	3.548,8	(-28,6)	3.487,4	(-61,4)	3.615,1	(-300,3)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024						Período de referencia anterior: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 1 de noviembre a 19 de diciembre de 2023		Octavo período de mantenimiento: 20 de diciembre de 2023 a 30 de enero de 2024		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.186,2	(+35,4)	1.159,2	(-4,8)	1.217,7	(+58,4)	1.150,8	(+18,0)
Activos exteriores netos	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Activos netos denominados en euros	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
Instrumentos de política monetaria	5.159,4	(-200,0)	5.218,2	(-73,2)	5.091,0	(-127,3)	5.359,5	(-406,7)
Operaciones de mercado abierto	5.159,4	(-200,0)	5.218,2	(-73,2)	5.090,9	(-127,3)	5.359,4	(-406,7)
Operaciones de crédito	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
OPF	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
OPFML a tres meses	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
Operaciones TLTRO III	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Carteras en firme ¹⁾	4.702,0	(-89,3)	4.715,0	(-53,0)	4.686,8	(-28,2)	4.791,2	(-77,3)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024						Período de referencia anterior: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 1 de noviembre a 19 de diciembre de 2023		Octavo período de mantenimiento: 20 de diciembre de 2023 a 30 de enero de 2024		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	1.630,9	(-104,1)	1.661,2	(-42,9)	1.595,5	(-65,8)	1.735,0	(-101,3)
Factores autónomos netos ²⁾	1.467,7	(-102,3)	1.497,3	(-42,2)	1.433,1	(-64,2)	1.570,0	(-101,3)
Exceso de liquidez ³⁾	3.528,5	(-96,0)	3.556,9	(-30,5)	3.495,4	(-61,5)	3.624,5	(-305,3)

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: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024				Período de referencia anterior: 2 de agosto a 31 de octubre de 2023			
	Séptimo período de mantenimiento: 1 de noviembre a 19 de diciembre de 2023		Octavo período de mantenimiento: 20 de diciembre a 30 de enero de 2024		Quinto período de mantenimiento		Sexto período de mantenimiento	
OPF	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Facilidad marginal de crédito	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Facilidad de depósito	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 200 mm de euros, hasta un importe de 5.159,4 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Este

descenso obedeció tanto a la disminución del volumen de liquidez proporcionado a través de operaciones de crédito como a la reducción de las carteras relacionadas con la política monetaria.

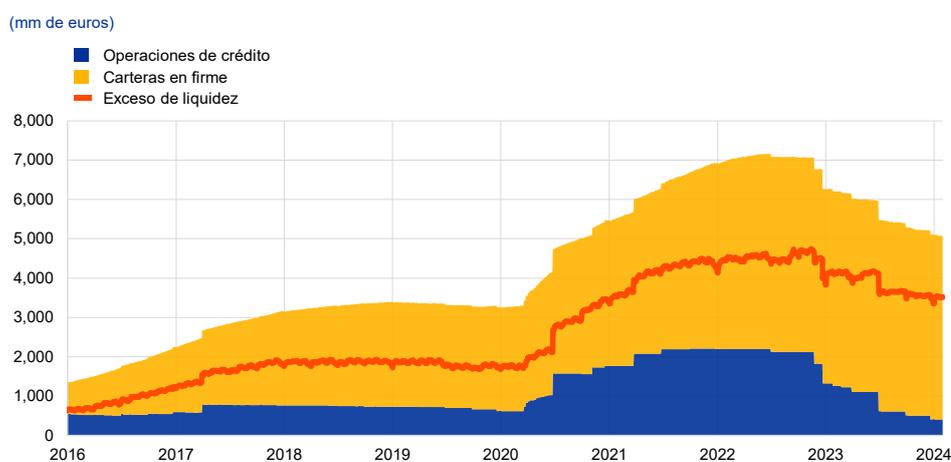
La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 110,8 mm de euros, hasta los 457,4 mm de euros, durante el período de referencia. Esta disminución refleja en gran medida la caída de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la TLTRO III.6 (37,3 mm de euros) y a los reembolsos anticipados el 20 de diciembre de 2023 de la financiación obtenida en otras TLTRO (61,7 mm de euros), esto es, al comienzo del octavo período de mantenimiento. Al mismo tiempo, los saldos vivos de las operaciones de financiación convencionales del Eurosistema —operaciones principales de financiación (OPF) y operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses— se redujeron ligeramente. Dicha reducción se debió fundamentalmente a que los saldos vivos de las OFPML a tres meses descendieron en 3,8 mm de euros, en promedio, mientras que los correspondientes a las OPF se mantuvieron prácticamente sin variación en 7,6 mm de euros, con respecto al quinto y el sexto período de mantenimiento de 2023. La limitada participación de las entidades de crédito en estas operaciones, junto con su capacidad para realizar cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO sin recurrir a las operaciones regulares de financiación refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés atractivos.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme se redujo en 89,3 mm de euros durante el período de referencia. Esta

disminución se debió a la finalización, a partir del 1 de julio de 2023, de las reinversiones del principal de los valores que fueron venciendo en el contexto del programa APP. En el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia, el principal de los valores que han ido venciendo se ha reinvertido íntegramente desde que se puso fin a las compras netas a finales de marzo de 2022². En diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno anunció que la reinversión íntegra del principal de los valores adquiridos finalizaría en la segunda mitad de 2024.

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 30 de enero de 2024.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez disminuyó en 96 mm de euros, hasta un importe de 3.528,5 mm de euros (gráfico A), durante el período de referencia. El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez que tienen las entidades de crédito para cumplir las exigencias de reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso medio de liquidez ha disminuido de forma sostenida, principalmente como consecuencia de los vencimientos y los reembolsos anticipados de las TLTRO III, al tiempo que la finalización de las reinversiones del APP también ha contribuido a esta disminución desde julio de 2023.

² Los valores mantenidos en las carteras en firme se contabilizan a coste amortizado y se revalorizan al final de cada trimestre, lo que también tiene un impacto en las medias totales y en las variaciones de estas carteras.

Evolución de los tipos de interés

El Consejo de Gobierno mantuvo sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE durante el período de referencia. Los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 4,00 %, el 4,50 % y el 4,75 %, respectivamente.

En promedio, el €STR apenas experimentó cambios durante el período de referencia, mientras que el diferencial con respecto a los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvo estable. El €STR cotizó, en promedio, 10,2 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período analizado, próximo a la media de 9,9 puntos básicos de los períodos de mantenimiento de reservas de 2023. Por consiguiente, hasta ahora, el menor exceso de liquidez no ha tenido un impacto al alza en el €STR. El descenso de 1,8 puntos básicos del €STR al cierre del año fue solo algo más pronunciado que el efecto de fin de año de 2022 (-1,5 puntos básicos).

El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, también cotizó más próximo al tipo de la facilidad de depósito, excepto en los días en torno al fin de año. En promedio, el tipo repo se situó 7,3 puntos básicos por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito durante el período de referencia. La disminución de 25,5 puntos básicos al cierre de 2023 fue sustancialmente inferior al descenso de 226,8 puntos básicos que experimentó al final de 2022. Esto muestra que el mercado de repos funcionó correctamente, debido a varios factores, entre ellos las mayores emisiones netas efectuadas desde el principio del año, la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las operaciones TLTRO que fueron venciendo, un cambio en la posición en el mercado que se plasmó en una caída de la demanda de valores en el mercado de repos, y la disminución de los saldos vivos de los valores mantenidos en el marco del APP.

El euro como moneda internacional desde la perspectiva de los pagos

Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz y Sara Testi

El BCE hace un seguimiento de la evolución del papel internacional del euro y publica los resultados periódicamente. El informe más reciente del BCE sobre este tema (publicado en junio de 2023) mostró que el papel internacional del euro en 2022 no había cambiado de forma significativa con respecto a 2021, y el peso del euro en el uso internacional total de las monedas se situó, en promedio, en niveles próximos al 20 % en diversos indicadores, en consonancia con el año anterior¹. El informe mostró que el euro seguía desempeñando un papel relevante en el sistema monetario internacional, ya que continuaba siendo la segunda moneda más importante en distintos segmentos del mercado, como las tenencias oficiales de reservas de divisas y la emisión internacional de bonos.

Los pagos también pueden ser un indicador del uso global de una moneda.

Este indicador puede calcularse para cada moneda como el importe de los pagos transfronterizos entre entidades de crédito denominados en esa moneda en relación con el total de pagos entre entidades en todas las monedas². Los pagos entre entidades de crédito pueden realizarse utilizando distintos mecanismos, como, por ejemplo, acuerdos multilaterales (es decir, sistemas de pago), acuerdos bilaterales (es decir, el uso de bancos corresponsales) o una combinación de ambos³. Estos pagos se efectúan normalmente mediante mensajes estandarizados que se intercambian a través de la red SWIFT⁴.

Varios sistemas de pago en todo el mundo (incluidos los sistemas de grandes pagos en euros, como T2) utilizan SWIFT como una red de comunicaciones para sus participantes⁵. T2 —al igual que su predecesor, TARGET2— es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema para los pagos denominados en euros, que procesa y liquida pagos en dinero de banco central. En 2023, representó el 92 % de todos los pagos denominados en euros liquidados por sistemas de grandes pagos en términos de importe y el 70 % en términos de volumen. Por lo tanto, el tráfico en T2 es un determinante clave del importe total de los pagos en euros procesados por los sistemas de grandes pagos y, en consecuencia, también un componente importante del importe total de los mensajes de pago en euros intercambiados y registrados en la red SWIFT.

¹ Véase «[The international role of the euro](#)», BCE, 2023.

² En este recuadro, el término «pagos entre entidades» incluye tanto los pagos de clientes (es decir, los pagos efectuados por las entidades de crédito en nombre de sus clientes) como los interbancarios (es decir, los pagos realizados entre las propias entidades).

³ Los pagos originados a través de acuerdos de corresponsalía bancaria pueden liquidarse bilateralmente entre entidades de crédito o canalizarse a través de sistemas de pago. Véase «[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)», BCE, 2020.

⁴ SWIFT es el principal proveedor mundial de servicios de mensajería financiera segura, y más de 11.000 entidades financieras lo utilizan en todo el mundo. SWIFT permite una comunicación estandarizada, segura y eficiente.

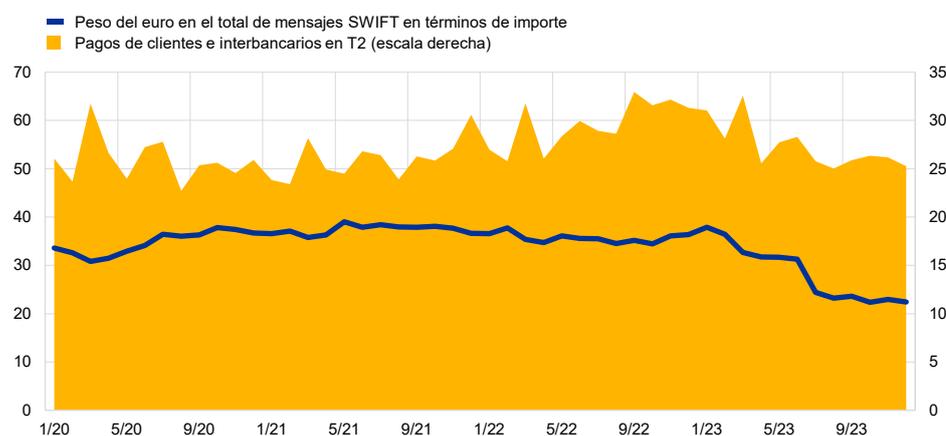
⁵ T2 utiliza tanto SWIFT como Nexi como proveedores de servicios de red.

Después de marzo de 2023, el peso del euro en el total de mensajes de pago de SWIFT disminuyó en términos de importe. Para las monedas más utilizadas en todo el mundo (grupo que incluye el euro), SWIFT publica un indicador mensual que muestra el uso de cada moneda en los pagos mundiales, medido por el importe de los mensajes de pago que las entidades financieras envían a través de la red⁶. Según este indicador, los mensajes de pago en euros intercambiados a través de SWIFT representaron, en promedio, el 36 % del total de mensajes en todas las monedas entre enero de 2020 y febrero de 2023 (gráfico A); este porcentaje se redujo posteriormente hasta situarse en el 32,6 % en marzo de 2023 y el 31,7 % en abril de 2023. En el cuarto trimestre de 2023, el peso del euro se había estabilizado en un nivel más bajo, y se situó, en promedio, en el 22,6 %⁷.

Gráfico A

Peso del euro en el total de pagos procesados a través de SWIFT en términos de importe y tráfico en T2

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: billones de euros; totales mensuales)



Fuentes: SWIFT, TARGET2, T2 y cálculos del BCE.

Notas: La última observación se refiere a diciembre de 2023. El indicador SWIFT refleja los mensajes intercambiados a través de SWIFT como mensajes en producción (*live*) y entregados sobre la base de los tipos de mensajes MT103 y MT202 (pagos de clientes e interbancarios, respectivamente) y sus equivalentes ISO. Las estadísticas de T2 pueden ser objeto de revisión debido a los cambios metodológicos derivados de la puesta en marcha de la plataforma T2-T2S consolidada.

La aparente disminución del peso del euro en el total de mensajes de pago intercambiados a través de SWIFT coincidió con un importante cambio de infraestructura en Europa y con la adopción de un nuevo estándar de mensajería SWIFT. El 20 de marzo de 2023, el Eurosistema puso en marcha su plataforma T2-T2S consolidada, la nueva infraestructura troncal operada por los bancos centrales para el euro, que ha aumentado la eficiencia de la gestión de la liquidez y de las prácticas de pago, lo que ha permitido a los participantes agilizar sus actividades de pago⁸. Al mismo tiempo, las instituciones financieras del mercado del euro también migraron del antiguo estándar de mensajería (MT) al nuevo estándar ISO 20022 (pacs) en la red SWIFT. Este cambio favorece una mayor

⁶ Este indicador (que se basa en un subconjunto de todos los mensajes de pago intercambiados a través de SWIFT) está incluido en el [RMB Tracker](#) mensual de SWIFT.

⁷ Los datos de los meses de marzo, abril, mayo y junio de 2023 no incluyen una corrección *ex post* que fue aplicada por SWIFT en julio de 2023 y comunicada en su *Operational Newsletter*.

⁸ Véase la [nota de prensa del BCE de 21 de marzo de 2023](#). En el análisis que se presenta en este recuadro se utilizan datos de T2 a 20 de marzo de 2023 y datos de TARGET2 anteriores a esa fecha.

interoperabilidad, un procesamiento directo (*straight-through processing* o STP) y una clasificación más granular de los datos financieros.

Ambos cambios tuvieron un impacto en los mensajes de pago en euros intercambiados a través de SWIFT, por lo que, *ceteris paribus*, afectaron al peso del euro en el total de mensajes procesados a través de SWIFT. La nueva configuración de la plataforma T2-T2S consolidada y el nuevo estándar de mensajería han modificado las maneras de realizar pagos en euros y de gestionar la liquidez en euros, con un impacto especialmente significativo en el ámbito de la gestión de la liquidez de los flujos intrabancarios e interbancarios. De hecho, algunas operaciones realizadas actualmente utilizando el nuevo estándar de mensajería, que suelen ser de importe elevado, se excluyen del cálculo del indicador SWIFT, por lo que este registró una caída después de marzo de 2023⁹.

Esta explicación técnica de la caída del peso del euro en el total de mensajes de pago procesados a través de SWIFT se ve confirmada por la evolución del importe de los pagos en euros liquidados entre entidades de crédito en T2, que muestra distintas dinámicas (gráfico A). El importe medio mensual de los pagos de clientes e interbancarios denominados en euros liquidados en T2 ascendió a más de 27,3 billones de euros en 2023, frente a los 25,9 billones de euros liquidados en TARGET2 en 2020. Además, estos importes solo experimentaron un ligero ajuste —en lugar de un cambio de nivel patente— como consecuencia de los nuevos mecanismos de gestión de la liquidez en marzo de 2023. Una tendencia similar puede observarse en el volumen medio mensual de pagos de clientes e interbancarios procesados a través de T2, que se incrementó hasta 7,8 millones de operaciones en 2023 (frente a 6,3 millones de operaciones en TARGET2 en 2020)¹⁰.

Otro indicador del papel del euro como moneda internacional es el porcentaje de pagos en euros realizados en T2 (en términos de importe) en los que la entidad ordenante o la beneficiaria está ubicada fuera de la zona del euro. T2 —al igual que su predecesor, TARGET2— permite que las entidades de crédito de todo el mundo efectúen pagos transfronterizos en euros, y para ello las entidades situadas fuera de la zona del euro recurren, en general, a bancos corresponsales que tienen acceso directo a los sistemas de pago de la zona del euro¹¹.

Ese indicador de pagos mundiales en euros en T2 no ha experimentado ninguna ruptura después de marzo de 2023, lo que confirma que los pagos en euros en los que participaba al menos una entidad situada fuera de la zona del euro se han mantenido estables. El importe mensual de los pagos mundiales de clientes e interbancarios en T2 se situó, en promedio, en 11,6 billones de euros

⁹ Antes de la migración al estándar ISO 20022, los pagos interbancarios se enviaban como mensajes MT202, mientras que los pagos en nombre de los clientes se transmitían como mensajes MT103. Ahora se envían como mensajes pacs.009 y pacs.008, respectivamente. Además, con la migración a ISO 20022, al menos algunos de los mensajes MT relativos a transferencias de liquidez, gestión de efectivo y presentación de información han cambiado a mensajes camt. El indicador SWIFT solo recoge los mensajes MT202 y MT103 y sus pacs equivalentes, mientras que los mensajes camt quedan excluidos.

¹⁰ Véanse también las estadísticas sobre el [tráfico liquidado en los servicios TARGET](#).

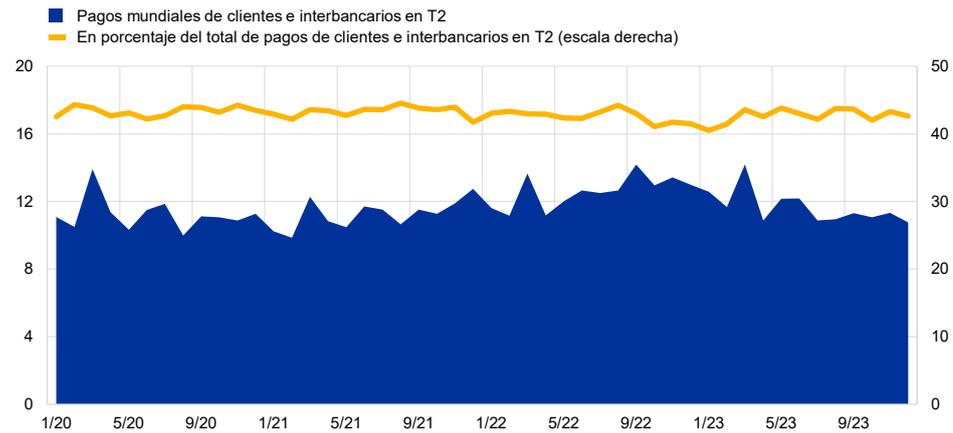
¹¹ Estos pagos se liquidan en la cuenta de un participante directo en T2. Véase «[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)», BCE, 2020.

entre marzo y diciembre de 2023, en línea con años anteriores. En ese período, esos pagos representaron el 43 % del total de pagos entre entidades de crédito en T2, sin que se haya observado ningún retroceso después de marzo de 2023 (gráfico B).

Gráfico B

Pagos mundiales de clientes e interbancarios en T2

(escala izquierda: billones de euros; escala derecha: porcentajes; totales mensuales)



Fuentes: TARGET2, T2 y cálculos del BCE.

Notas: La última observación se refiere a diciembre de 2023. Los pagos «mundiales» son aquellos en los que la entidad ordenante o la beneficiaria está ubicada fuera de la zona del euro. Las estadísticas de T2 pueden ser objeto de revisión debido a los cambios metodológicos derivados de la puesta en marcha de la plataforma T2-T2S consolidada.

En conclusión, la aparente caída del peso del euro en el total de mensajes SWIFT después de marzo de 2023 no tiene su origen en una disminución del importe de los pagos realizados a través de T2 ni en una reducción de su alcance global. En su condición de infraestructura troncal del mercado financiero para el euro, T2 sigue siendo un componente importante del total de pagos en euros procesados a través de SWIFT en términos de importe. En cambio, la disminución del peso del euro en el total de mensajes SWIFT en términos de importe parece reflejar la puesta en marcha de la plataforma T2-T2S consolidada y la transición del mercado al nuevo estándar de mensajería ISO 20022. Esto ha dado lugar a cambios en las prácticas de gestión de la liquidez de las entidades de crédito y en los tipos de mensajes utilizados, y algunos pagos han dejado de incluirse en el indicador SWIFT. Así pues, en el seguimiento del papel internacional del euro, los indicadores que únicamente se basan en el tráfico de pagos deben interpretarse con cautela.

Sara Skjeggstad Meyer y Carolin Nerlich

El 30 de enero de 2024, el BCE publicó su plan sobre clima y naturaleza 2024-2025 en el que se identifican tres nuevas áreas prioritarias que guiarán sus actuaciones climáticas en los dos próximos años. En este recuadro se explican los argumentos económicos que justifican la decisión del BCE de avanzar en sus trabajos en las tres áreas¹.

El cambio climático está afectando cada vez más a la economía de la zona del euro. El mundo está muy lejos de cumplir los objetivos climáticos en línea con el Acuerdo de París de 2015². El año 2023 fue el más cálido desde que hay registros, y varios fenómenos meteorológicos extremos causaron daños económicos tanto en Europa como en el resto del mundo. De forma paralela, la pérdida acelerada de biodiversidad y la degradación de los hábitats están contribuyendo a una crisis de la naturaleza en rápida evolución, en parte debido a los vínculos indisociables entre el clima y la naturaleza. El cambio climático y la consiguiente necesidad de impulsar la transición verde están teniendo un impacto creciente en la economía y en el sistema financiero. Ello puede tener implicaciones para la estabilidad de precios, la estabilidad financiera y la transmisión de la política monetaria. El cambio climático también incide en el valor y el perfil de riesgo de los activos en el balance del Eurosistema. Por tanto, es fundamental que el BCE tenga en cuenta estos efectos para cumplir su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Desde 2021, el BCE ha ampliado su compromiso de integrar consideraciones climáticas en sus actividades. Tras la revisión de su estrategia de política monetaria, en 2021, el BCE anunció su primer plan de actuación climática en el que se comprometía a incluir consideraciones climáticas en las actividades relacionadas con la aplicación de la política monetaria, el análisis macroeconómico y las estadísticas³. El alcance del plan se amplió en 2022 para abarcar las actividades climáticas en otros ámbitos de actividad del Banco, entre ellas las de estabilidad financiera y supervisión bancaria⁴. Tras finalizar una evaluación exhaustiva de sus actuaciones climáticas, en enero de 2024, el BCE publicó un plan actualizado para 2024-2025. En el plan, que por primera vez incluye el compromiso de analizar cuestiones relacionadas con la naturaleza, se identifican tres áreas prioritarias que

¹ Véase el [plan sobre clima y naturaleza 2024-2025 del BCE](#), BCE, enero de 2024.

² En el Acuerdo de París suscrito en 2015, 196 países acordaron adoptar las medidas necesarias para mantener el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C. De conformidad con el acuerdo, Europa se comprometió a reducir sus emisiones de carbono a cero emisiones netas para 2050 y en un 55 % para 2030 en comparación con los niveles de 1990. Para lograr el objetivo de 2030, la Unión Europea llegó a un acuerdo sobre el Pacto Verde y sobre un paquete de medidas para mitigar el cambio climático, también denominado paquete «Objetivo 55». Pese a estas iniciativas, las estimaciones indican que el calentamiento global alcanzará los 2,9 °C con las actuales contribuciones determinadas a nivel nacional, véase el Programa para el Medio Ambiente de las Naciones Unidas, «[Informe sobre la Brecha de Emisiones 2023](#)», informe, noviembre de 2023.

³ Véase «[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)», *nota de prensa*, BCE, 8 de julio de 2021.

⁴ Véase la [Agenda climática del BCE 2022](#), BCE, 4 de julio de 2022.

guiarán las actividades del BCE relacionadas con el clima en los dos próximos años (cuadro A).

Cuadro A

Áreas prioritarias del plan sobre clima y naturaleza 2024-2025 del BCE

Tres áreas prioritarias		Actuaciones previstas
	1. Impulsar la transición hacia una economía verde	<ul style="list-style-type: none"> • Evaluar las necesidades de inversiones verdes y su financiación. • Analizar las consecuencias estructurales de la transición. • Analizar los efectos de la financiación de la transición y de los riesgos de transición en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. • Avanzar en el marco de modelización macroeconómica prestando especial atención a los aspectos climáticos.
	2. Abordar el creciente impacto físico del cambio climático	<ul style="list-style-type: none"> • Adoptar nuevas medidas para integrar los efectos del cambio climático en los escenarios climáticos y en el marco analítico utilizado en las proyecciones macroeconómicas. • Estudiar el impacto de la adaptación al cambio climático, incluida la brecha de protección del seguro. • Mejorar la disponibilidad de datos para facilitar el análisis de los riesgos físicos.
	3. Avanzar en los trabajos relacionados con los riesgos naturales	<ul style="list-style-type: none"> • Estudiar más en profundidad las implicaciones económicas y financieras de la pérdida de biodiversidad y de la degradación de la naturaleza.

Fuente: BCE.

La primera área prioritaria se centra en los retos asociados a impulsar la transición hacia una economía verde. Para cumplir su objetivo de cero emisiones netas en 2050, Europa tendrá que introducir medidas específicas hasta 2030 para incentivar un cambio hacia procesos de producción y patrones de consumo energéticamente eficientes, y sustituir los combustibles fósiles por fuentes de energía renovables⁵. En consecuencia, la economía de la zona del euro experimentará cambios estructurales profundos, con implicaciones para el empleo y para las cualificaciones requeridas. Esto puede dar lugar a una reasignación del capital con efectos ambiguos a largo plazo sobre el crecimiento potencial⁶. La transición verde afectará a los flujos de comercio y de capitales de la economía de la zona del euro y planteará riesgos para su competitividad exterior. Asimismo, es posible que aumente la vulnerabilidad de la zona a los riesgos en las cadenas de suministro y a interrupciones en el suministro de minerales críticos necesarios para la transición. Es importante que el BCE tenga un conocimiento exhaustivo de estos cambios y retos estructurales, y de cómo podrían afectar a las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. Para ello es preciso adaptar los modelos macroeconómicos como corresponda.

Las inversiones verdes, la innovación tecnológica y la financiación verde son esenciales para realizar la transición hacia una economía baja en carbono. Las estimaciones de diversas instituciones sobre el volumen de inversiones verdes

⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «Evaluación de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición relacionadas con el cambio climático», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

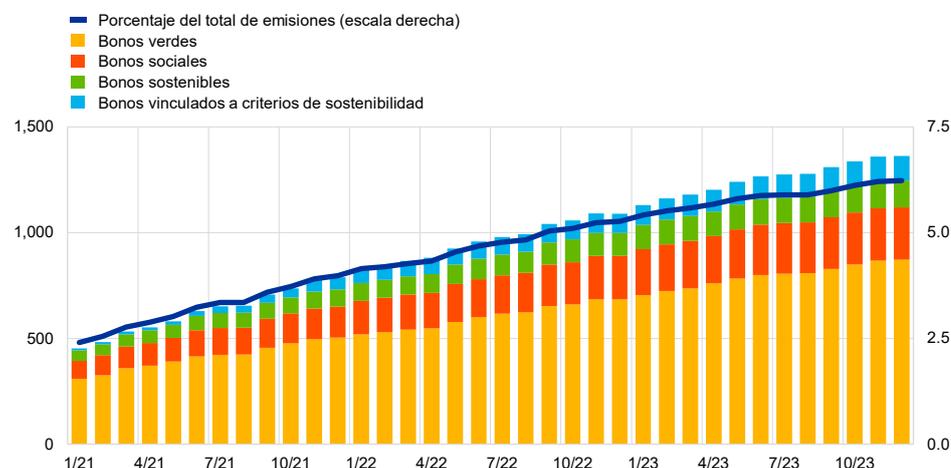
⁶ Véase el artículo titulado «How climate change affects potential output», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023.

necesario para alcanzar los objetivos climáticos varían considerablemente. Por ejemplo, según la Comisión Europea, la transición requerirá inversiones adicionales por importe de 620 mm de euros anuales hasta 2030 para que la UE logre su objetivo de reducir las emisiones en un 55 %⁷. El BCE analizará más detenidamente las distintas estimaciones disponibles con el fin de entender mejor los supuestos subyacentes y los factores determinantes, incluido el papel de las políticas de cambio climático. Examinará las condiciones marco que se precisan para facilitar las inversiones requeridas, incluida la necesidad de promover un entorno que impulse altos niveles de investigación y desarrollo y la capacidad de innovación, así como una infraestructura de mercado que incentive la asunción de riesgos. Se prestará atención a la cuestión de la financiación de las necesidades de inversiones verdes. Aunque los instrumentos de financiación verde han crecido con fuerza en los últimos años, siguen representando solo una proporción reducida del total de las emisiones de deuda en la zona del euro (gráfico A). En concreto, el BCE analizará si la oferta de financiación está atendiendo la demanda, qué condiciones de financiación de proyectos de inversión verde están afrontando las empresas y cómo pueden contribuir las políticas públicas a movilizar más financiación privada, también a través de la mejora de los requisitos de divulgación de información. Todas estas cuestiones son relevantes para la política monetaria y su mecanismo de transmisión.

Gráfico A

Emisiones de deuda sostenible en la zona del euro

(escala izquierda: mm de euros, saldos vivos a valor nominal; escala derecha: porcentajes del total de emisiones de deuda en la zona del euro)



Fuentes: Base de datos centralizada de valores (CSDB, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se muestran las emisiones de deuda asociada a criterios ambientales, sociales y de gobernanza para todos los niveles de certificación. «Porcentaje del total de emisiones» se refiere al saldo total de valores sostenibles en porcentaje del total de emisiones de deuda en la zona del euro.

La segunda área prioritaria tiene como objetivo abordar el creciente impacto físico del cambio climático. La frecuencia de los fenómenos meteorológicos

⁷ Véase Comisión Europea, «La sostenibilidad y el bienestar de las personas como núcleo central de la autonomía estratégica abierta de Europa», *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo*, 6 de julio de 2023.

extremos está aumentando y sus costes son cada vez más evidentes⁸. Junto con los cambios en los patrones climáticos, estos fenómenos afectan a la macroeconomía y al sector financiero a través de diversos canales. Las variaciones del clima inciden, en particular, en la agricultura, el turismo y —por la vía de los precios de los alimentos— en los sectores minorista y de restauración. Tras la ola de calor del verano de 2022, se estima que la tasa de variación de los precios de los alimentos en Europa se incrementó en 0,67 puntos porcentuales al cabo de un año⁹. Se ha constatado que el mayor calentamiento global tiene efectos no lineales en los precios de los alimentos, lo que plantea riesgos de que la dinámica inflacionista se intensifique en el futuro. Los análisis empíricos llegan a la conclusión de que los aumentos de la temperatura por encima de determinados umbrales reducen la productividad del trabajo y el crecimiento económico¹⁰. Es fundamental que el BCE refuerce su análisis sobre la forma en que un clima cambiante afecta a la inflación y a la economía. Para ello, además de tener acceso a datos de alta calidad, será necesario estudiar más detenidamente cómo integrar los efectos físicos del cambio climático en escenarios climáticos y en el marco analítico utilizado en las proyecciones macroeconómicas.

La financiación de la adaptación será un área destacada de los nuevos trabajos de investigación.

Los costes asociados al impacto físico del cambio climático plantean riesgos financieros y fiscales, pero solo una cuarta parte de las pérdidas debidas a catástrofes relacionadas con el clima están aseguradas¹¹. Con todo, las inversiones de adaptación para limitar la exposición a riesgos climáticos físicos desviarán recursos en detrimento de oportunidades de inversión más productivas¹². El BCE estudiará las implicaciones económicas y financieras de las medidas de adaptación al cambio climático y la financiación necesaria asociada para aumentar la capacidad de resistencia de la economía a un clima cambiante.

La tercera área prioritaria estudia los riesgos naturales. Existe evidencia creciente de que el cambio climático tiene implicaciones adversas para la naturaleza, mientras que la degradación de esta derivada del uso intensivo del suelo, de la contaminación y de la sobreexplotación de los recursos acrecienta la crisis climática. La degradación de la naturaleza se traduce en una menor capacidad de absorción y almacenamiento de carbono y reduce la resiliencia del suelo a los impactos generados por fenómenos meteorológicos extremos y por un clima cambiante. En Europa, más del 80 % de los hábitats ya se encuentra en condiciones deficientes¹³. La pérdida de naturaleza constituye un grave riesgo para la

⁸ Véase N. S. Diffenbaugh, «[Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events](#)», *Science Advances*, vol. 6(12), n.º 2368, 2020.

⁹ Véase M. Kotz, F. Kuik, E. Lis y C. Nickel, «[The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes](#)», *Working Paper Series*, n.º 2821, BCE, 2023.

¹⁰ Véase, por ejemplo, «[Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, enero de 2022, p.33.

¹¹ Véase EIOPA-BCE, «[Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#)», *Discussion Paper*, abril de 2023.

¹² Véase «[The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#)», *The ECB Blog*, BCE, 18 de diciembre de 2023.

¹³ Véase Agencia Europea de Medio Ambiente, «[Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#)», 18 de noviembre de 2011.

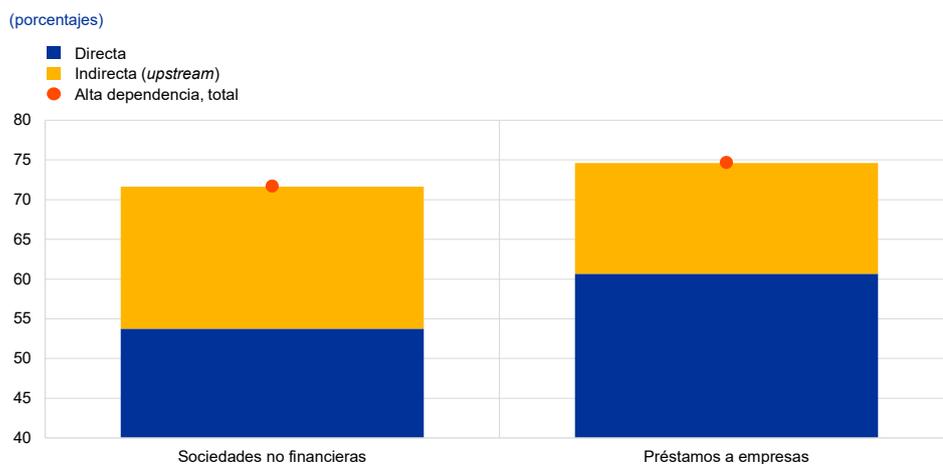
humanidad, ya que pone en peligro funciones vitales como el suministro de alimentos y medicamentos.

La degradación de la naturaleza afecta a la economía y genera riesgos

financieros. Según la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), el 48 % de las empresas de la zona del euro están muy preocupadas por las implicaciones de la degradación del medio ambiente para su negocio¹⁴. Esta opinión es acorde con la conclusión de un trabajo de investigación reciente de que el 72 % de las sociedades no financieras de la zona del euro tienen una alta dependencia de al menos un servicio de los ecosistemas, como suelos en buen estado, agua potable y protección contra inundaciones. Dado que los préstamos a estas sociedades suponen el 75 % de los préstamos a empresas de las entidades de crédito de la zona del euro, los riesgos naturales plantean un riesgo claro para las entidades (gráfico B). El BCE estudiará las implicaciones de la pérdida de naturaleza y de biodiversidad para la economía, su interacción con el cambio climático y cómo puede afectar a las variables macroeconómicas relevantes para su mandato.

Gráfico B

Dependencia de las sociedades no financieras y de las carteras de préstamos de la zona del euro de los servicios de los ecosistemas



Fuentes: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit y cálculos del BCE.

Notas: Porcentaje de sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro con alta dependencia total de al menos un servicio de los ecosistemas (puntuación superior a 0,7), y porcentaje correspondiente a las carteras de préstamos a empresas de las entidades de crédito de la zona del euro en estos servicios de los ecosistemas. Se considera que un préstamo presenta una alta dependencia si la SNF prestataria tiene una puntuación de dependencia suficientemente elevada. El gráfico B muestra las medias de las puntuaciones de dependencia de las SNF de la zona del euro y de las carteras de préstamos a empresas de las entidades de crédito de la zona. También muestra las dependencias directas de las SNF de los servicios de los ecosistemas y sus dependencias indirectas (upstream) por los efectos en las cadenas de suministro. Los últimos datos disponibles corresponden a diciembre de 2021. Véase S. Boldrini, A. Ceglar, C. Lelli, L. Parisi e I. Heemskerk «Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability», *Occasional Paper Series*, n.º 333, BCE, 2023.

¹⁴ Véase 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», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023.

Artículos

1 El impacto de las perturbaciones recientes y de los cambios estructurales en curso sobre el crecimiento de la productividad de la zona del euro

Paloma Lopez-Garcia, Brindusa Anghel, Gert Bijmens, Simon Bunel, Tibor Lalinsky, Wolfgang Modery y Maria T. Valderrama

Introducción

La pandemia de COVID-19 y la crisis energética han interactuado con el actual proceso de transición a una economía más verde y digital, con efectos inciertos en el crecimiento de la productividad. Durante la fase aguda de la pandemia, la productividad por persona ocupada disminuyó como consecuencia de la infrautilización del factor trabajo y de la menor utilización de la capacidad productiva. Las rápidas medidas adoptadas en respuesta a la crisis ocasionada por la pandemia a escala nacional y europea evitaron una oleada de quiebras, pero es posible que también dificultaran la reasignación de recursos orientada a aumentar la productividad. La pandemia modificó los patrones de inversión y de producción de las empresas y los hábitos de consumo y de trabajo de las personas, y provocó una aceleración del proceso de digitalización en curso de la economía de la zona del euro, que también se vio favorecido por los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU). Estos cambios pueden tener efectos sustanciales y positivos en la productividad, pero para beneficiarse plenamente de ellos es necesario realizar mayores inversiones en competencias y activos intangibles complementarios. Por otra parte, la perturbación de los precios de la energía que se produjo a raíz de la invasión rusa de Ucrania y la transición a una economía más verde están modificando los precios relativos de los insumos e influyendo en las decisiones de producción e inversión de las empresas, lo que repercute en su productividad. Aunque se espera que el impacto sea negativo a corto plazo, dada la necesidad de adaptar los procesos de producción, la innovación ecológica podría mejorar las perspectivas de productividad a más largo plazo.

En este artículo se resumen los principales resultados de trabajos recientes sobre productividad de un grupo de expertos del Sistema Europeo de Bancos

Centrales (SEBC)¹. El análisis se basa en estudios anteriores realizados en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE².

El artículo se estructura en cuatro secciones. Tras la introducción, en la sección 2 se estudia el impacto de la pandemia y de las políticas de apoyo sobre la productividad y la reasignación de recursos entre sectores y dentro de cada sector de actividad. En la sección 3 se analiza el posible efecto en la productividad derivado de las transiciones digital y verde. Primero se analiza si las tecnologías digitales podrían tener un impacto radical en el crecimiento de la productividad en la zona del euro y a través de qué canales podrían hacerlo, y a continuación se examina cómo afectan los cambios en los precios relativos de los insumos generados por la transición verde y la perturbación energética reciente a la innovación y a la reasignación de recursos para mejorar la productividad. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones: el crecimiento de la productividad de la zona del euro a medio plazo

En los últimos años, la economía de la zona del euro se ha visto golpeada por varios shocks. La pandemia de COVID-19 y la perturbación energética que se produjo a raíz de la invasión rusa de Ucrania se han entremezclado con otras tendencias estructurales actuales, incluido el proceso de transición verde y digital. El impacto global de estas perturbaciones en las perspectivas de productividad a medio plazo de la zona del euro es incierto y varía en función del horizonte temporal considerado.

Las generosas y rápidas actuaciones emprendidas a escala nacional y europea en respuesta a la pandemia y las medidas de confinamiento asociadas contribuyeron a limitar la magnitud y la duración de las secuelas en los hogares y las empresas. Aunque la reasignación de recursos para mejorar la productividad no se vio sujeta a distorsiones graves en 2020, la pandemia y el apoyo de las políticas redujeron el efecto «de depuración» causado por esa crisis en comparación con crisis anteriores.

La pandemia aceleró la digitalización de la economía y los fondos del programa NGEU contribuyeron a este proceso. Se ha demostrado que la digitalización de las empresas ha impulsado el avance de la productividad. Con todo, hasta ahora, sus efectos a nivel de empresa han sido relativamente limitados, y uno de los motivos principales radica en que solo unas pocas empresas —las más

¹ El análisis se ha publicado en B. Anghel, S. Bunel *et al.*, «Digitalisation and productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change», *Occasional Paper Series*, n.º 339, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2024; en G. Bijnens *et al.*, «The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change», *Occasional Paper Series*, n.º 340, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2024, y en T. Lalinsky *et al.*, «The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change», *Occasional Paper Series*, n.º 341, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2024.

² Véase Work stream on productivity, innovation and technological progress (grupo de trabajo sobre productividad, innovación y progreso tecnológico), «[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 268, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2021.

próximas a la frontera tecnológica— han sido las mayores beneficiarias de la digitalización. Otras deben invertir más en competencias digitales adecuadas y en activos intangibles complementarios con el fin de aprovechar plenamente las ganancias de productividad derivadas de la digitalización. Este proceso solo se plasmará en mejoras de la productividad agregada a más largo plazo.

La transición verde aún puede impulsar el crecimiento de la productividad, pero llevará tiempo. De corto a medio plazo, el ajuste de las empresas a los cambios en los precios relativos de los insumos derivados de los impuestos al carbono o de las tensiones geopolíticas, además de a nuevos límites y estándares, así como la sustitución del capital intensivo en carbono, reducirán las emisiones según lo previsto, pero es probable que también frene el avance de la productividad. Asimismo, la reasignación de recursos lejos de los sectores y las empresas intensivas en carbono podría afectar negativamente a la productividad a corto plazo. Con todo, cabe esperar que unas políticas medioambientales más estrictas den lugar a una nueva ola de innovación verde y a nuevas tecnologías medioambientales que incrementen la productividad a largo plazo.

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

2 ¿Existe una brecha digital en los pagos? Razones por las que el efectivo sigue siendo importante para tantos usuarios

Alejandro Zamora-Pérez, Andrea Marini y Juha Honkkila

Introducción

¿La tendencia constante hacia la digitalización de los pagos está creando un mundo binario de usuarios digitales y usuarios analógicos? Mediante un análisis de los hábitos de pago en la zona del euro a partir de datos detallados extraídos de encuestas, los resultados presentados en este artículo cuestionan dos creencias predominantes. En primer lugar, se rebate la idea de que solo los usuarios menos conectados al mundo digital utilizan el efectivo, mostrando el uso elevado de este medio de pago en distintos sectores de la población con acceso a medios de pago digitales. En segundo lugar, se reconsidera la idea de que la digitalización de los pagos es un proceso uniforme, dado que se demuestra que los consumidores con un acceso más limitado a los instrumentos de pago electrónicos presentan perfiles sociodemográficos variados. Además, los resultados indican que la adopción de medios de pago digitales no se ve impulsada únicamente por las limitaciones en el acceso al efectivo, lo que sugiere que las preferencias personales influyen notablemente y que persiste la costumbre de pagar en efectivo. La información obtenida permite comprender mejor esta cuestión al ir más allá de un enfoque único para los pagos habituales en la era digital. Las conclusiones están en consonancia con el enfoque del Eurosistema en relación con el efectivo y los pagos, cuya finalidad es garantizar la disponibilidad y aceptación del efectivo al tiempo que se adopta la innovación digital.

Conclusiones

Aunque el término «brecha» aplicado a la tenencia de instrumentos de pago electrónicos sugiere que existe una clara división, este análisis revela una realidad más matizada en la zona del euro, donde el efectivo sigue siendo fundamental, junto con las opciones digitales. Muchos consumidores —con y sin medios de pago digitales— utilizan con frecuencia el efectivo, lo que indica que esta división preconcebida no es tan clara. Aunque algunas personas pueden tener dificultades para desenvolverse en un entorno digital, sería una falacia creer que por el hecho de que algunos colectivos menos digitalizados dependan del efectivo, todos los que lo usan están necesariamente menos digitalizados. Esta creencia errónea se ve rebatida por la diversidad de perfiles sociodemográficos del aproximadamente 20 % de la población con acceso limitado al menos a un medio de pago digital habitual, lo que pone en entredicho ideas preconcebidas sobre su uniformidad. La persistencia de la costumbre de pagar en efectivo, incluso en un

contexto de perturbaciones externas como la pandemia, y la aparentemente escasa influencia de la presencia de oficinas bancarias a la hora de poseer instrumentos de pago electrónicos ilustran la complejidad de los comportamientos financieros. Con este trasfondo, el Eurosistema se ha comprometido no solo a preservar el efectivo en reconocimiento de estas circunstancias diversas, sino también a mejorar el ecosistema de pagos, lo que incluye explorar las opciones para introducir un euro digital. Este enfoque tiene por finalidad potenciar la resiliencia y la diversidad del entorno financiero, garantizando que se tengan en cuenta todas las preferencias de pago en la zona del euro.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2023	.	2,6	.	1,9	.	.	.	.	4,1	7,4	3,3	0,3	5,4
2023 I TR	1,0	0,6	0,2	1,1	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
II TR	0,6	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
III TR	0,7	1,2	-0,1	-0,8	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
IV TR	.	0,8	-0,3	-0,1	.	0,0	.	.	3,2	4,2	2,9	-0,1	2,7
2023 Sep	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Oct	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov	-	-	-	-	-	-	5,4	6,3	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dic	-	-	-	-	-	-	.	.	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Ene	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	4,0	.	.	2,8
Feb ³⁾	-	-	-	-	-	-	2,6

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión, d.)						Importaciones de mercancías ¹⁾					
	PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,5	-3,8	-1,0
2023 I TR	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,3	-1,3	-1,2
II TR	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,8
III TR	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,7
IV TR	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,2	51,3	48,8	1,4	1,3	1,6
2023 Sep	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	49,8	50,7	47,6	-0,7	-0,7	-0,7
Oct	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,4	0,5
Nov	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,1	0,6
Dic	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,4	1,3	1,6
2024 Ene	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	.	.	.
Feb	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,4	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	11.517,2	11.106,0	5.951,3	2.579,7	2.534,3	1.236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5.222,9	4.811,7
2021	12.474,8	11.979,4	6.352,2	2.737,4	2.728,4	1.390,3	761,3	570,3	161,4	495,5	6.171,6	5.676,2
2022	13.491,9	13.248,2	7.062,9	2.899,2	3.019,6	1.561,8	847,0	603,8	266,4	243,7	7.436,2	7.192,5
2022 IV TR	3.457,8	3.383,6	1.828,1	742,7	774,7	398,4	219,0	155,6	38,1	74,2	1.912,7	1.838,5
2023 I TR	3.526,3	3.393,6	1.854,0	738,6	783,5	405,1	223,5	153,1	17,5	132,7	1.894,7	1.762,0
II TR	3.570,5	3.435,1	1.871,4	752,0	787,9	404,2	226,3	155,6	23,7	135,4	1.858,5	1.723,1
III TR	3.592,2	3.457,0	1.894,7	761,0	794,4	406,3	228,9	157,3	6,9	135,2	1.829,1	1.693,9
en porcentaje del PIB												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2023 I TR	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,4	-1,7
II TR	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,2	1,4	-	-	-1,1	0,0
III TR	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5	-	-	-1,2	-1,2
IV TR	0,0	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
tasas de variación interanual												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2023 I TR	1,3	0,6	1,4	-0,2	1,8	-1,0	5,7	3,5	-	-	2,5	1,4
II TR	0,6	0,7	0,6	0,2	1,1	-1,3	4,7	2,4	-	-	-0,6	-0,4
III TR	0,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-3,0	-4,0
IV TR	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
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	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
III TR	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
IV TR	0,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2023 I TR	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,6	-	-
II TR	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
III TR	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-
IV TR	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2 Actividad económica

2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	10.378,7	175,2	2.009,2	549,4	1.807,3	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.191,7	186,6	2.220,1	594,6	2.021,5	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.152,7	213,1	2.456,6	655,3	2.330,1	633,2	523,6	1.304,0	1.396,7	2.269,7	370,4	1.339,2
2022 IV TR	3.134,3	55,8	639,1	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 I TR	3.197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,3	344,5	364,1	581,2	96,7	328,6
II TR	3.232,5	54,4	662,9	179,1	610,7	168,4	149,2	349,1	370,9	589,5	98,2	338,0
III TR	3.245,1	55,0	652,8	180,7	612,2	169,9	151,7	352,6	373,2	597,6	99,5	347,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 IV TR	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 I TR	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
II TR	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
III TR	-0,1	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,2	1,6	-0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,7	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 IV TR	2,2	-3,1	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 I TR	1,7	0,3	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,3	1,9	1,8	1,7	6,7	-2,5
II TR	0,7	0,9	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,7	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
III TR	0,1	0,1	-2,8	0,7	-0,5	3,5	0,9	1,1	0,9	0,8	2,9	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2022 IV TR	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 I TR	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
II TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 IV TR	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 I TR	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
II TR	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
III TR	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2 Actividad económica

2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,1		19,9		51,2		48,8			
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1
2023				6,5			5,7		14,4		6,2		6,9	2,9
2023 I TR	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1
II TR	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0
III TR	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9
IV TR				6,5			5,7		14,7		6,2		6,9	2,7
2023 Ago	-	-	11,055	6,5	-	8,727	5,7	2,328	14,6	5,602	6,2	5,452	6,8	-
Sep	-	-	11,126	6,5	-	8,783	5,7	2,343	14,7	5,620	6,2	5,505	6,9	-
Oct	-	-	11,155	6,5	-	8,763	5,7	2,392	15,0	5,620	6,2	5,534	6,9	-
Nov	-	-	11,097	6,5	-	8,782	5,7	2,315	14,6	5,625	6,2	5,472	6,8	-
Dic	-	-	11,043	6,5	-	8,723	5,6	2,319	14,5	5,565	6,1	5,477	6,8	-
2024 Ene	-	-	11,009	6,4	-	8,694	5,6	2,315	14,5	5,534	6,1	5,475	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 los hogares.

2) Sin desestacionalizar.

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

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Cifra de negocio de Producción de servicios ¹⁾	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación			Combustible
	1	2	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

2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,4	10,0	-4,3
2023	-2,4	-2,1	-5,2	0,3	-1,9	-4,9	0,1	-1,7	-2,9	-0,5	-2,4		14,5
2023 I TR	0,3	1,1	-5,1	5,1	4,0	-6,2	0,3	-2,6	-5,4	-0,9	2,7	4,7	18,3
II TR	-1,2	-0,6	-6,0	5,4	-1,9	-7,4	0,1	-1,9	-3,3	-0,6	-1,4	3,5	22,6
III TR	-4,8	-4,6	-5,0	-5,6	-3,2	-5,9	0,5	-1,8	-1,8	-0,7	-5,2	2,8	15,4
IV TR	-3,9	-4,2	-4,4	-3,1	-6,1	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	0,3	-5,2		4,2
2023 Ago	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,1	-1,7	-2,4	0,1	-7,3	2,8	18,3
Sep	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,8	-0,8	-3,4	-6,6	2,2	12,2
Oct	-6,7	-7,1	-4,1	-9,8	-7,2	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,7	7,8
Nov	-5,4	-6,1	-5,4	-6,7	-6,8	1,8	-1,9	-0,4	-0,7	0,5	-3,3	1,1	5,3
Dic	1,2	1,5	-3,6	9,4	-4,0	-1,7	1,9	-0,8	-1,0	0,1	-6,2		-0,3
2024 Ene													7,1

tasas de variación intermensual (d.)

2023 Ago	0,6	0,2	-0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-2,4	0,2	4,6
Sep	-1,0	-0,5	-0,4	0,2	-1,1	-1,4	0,4	-0,1	1,0	-1,1	0,6	-0,4	-0,3
Oct	-0,7	-0,7	-0,7	-1,4	-1,2	0,6	-0,5	0,4	-0,9	1,1	0,1	-0,3	-2,3
Nov	0,4	0,6	-0,7	0,8	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,1	0,3	1,8	-0,4	0,7
Dic	2,6	7,6	-1,2	20,5	1,2	0,3	0,8	-1,1	-1,6	-1,0	-0,5		-1,1
2024 Ene													-0,9

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

2 Actividad económica

2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-20	99,9	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	111,2	9,6	81,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,8	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	102,1	5,0	82,1	-21,9	5,2	-3,5	9,2	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,4	-5,6	80,3	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,2	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 I TR	99,2	0,3	81,4	-19,6	1,5	-0,9	8,3	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
II TR	97,1	-4,8	80,7	-17,0	-0,5	-3,8	7,3	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
III TR	94,2	-8,9	79,9	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
IV TR	94,8	-9,0	79,4	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	89,9	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 Sep	93,9	-8,4	-	-17,7	-5,5	-5,4	4,8	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct	93,9	-8,9	79,6	-17,9	-5,1	-7,2	5,2	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov	94,2	-9,2	-	-17,0	-4,1	-6,9	5,4	-	44,2	44,6	48,7	47,6
Dic	96,4	-9,0	-	-15,1	-3,6	-5,5	8,0	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Ene	96,1	-9,3	79,2	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,7	46,6	46,6	48,4	47,9
Feb	95,4	-9,5	-	-15,5	-5,4	-6,7	6,0	-	46,5	46,6	50,2	49,2

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 IV TR	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,9	1,9
2023 I TR	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,5	-0,3	1,3
II TR	13,9	89,3	1,3	2,0	1,4	3,1	2,3	48,3	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
III TR	14,1	88,1	0,4	1,8	0,9	2,3	0,9	47,9	24,2	68,1	1,5	-9,9	0,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 I TR	1.370,7	1.338,1	32,6	733,2	689,1	319,2	295,0	277,2	278,4	41,1	75,5	35,5	30,8
II TR	1.394,9	1.327,9	67,0	723,5	664,8	325,1	290,3	302,9	288,1	43,5	84,6	25,7	21,5
III TR	1.405,1	1.328,2	76,9	718,6	644,1	327,5	294,7	317,1	305,0	41,9	84,4	28,2	17,4
IV TR	1.412,8	1.329,7	83,1	738,4	642,0	331,6	283,3	300,4	320,2	42,4	84,2	52,9	34,6
2023 Jul	467,5	439,1	28,4	238,7	216,1	109,5	97,0	105,4	97,6	13,8	28,4	7,1	7,0
Ago	470,5	443,9	26,6	241,6	214,3	108,6	98,0	106,3	103,7	14,0	28,0	7,9	5,5
Sep	467,1	445,2	21,9	238,2	213,7	109,4	99,7	105,3	103,7	14,1	28,1	13,2	4,9
Oct	470,1	441,4	28,7	244,4	214,9	108,5	93,6	103,4	104,4	13,7	28,4	10,8	7,8
Nov	472,5	450,1	22,5	245,9	213,8	112,9	95,7	99,8	113,1	13,8	27,5	9,2	5,6
Dic	470,2	438,2	31,9	248,1	213,3	110,1	94,0	97,2	102,6	14,8	28,2	32,9	21,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2023 Dic	5.583,5	5.323,9	259,6	2.913,7	2.640,1	1.303,4	1.163,4	1.197,6	1.191,7	168,8	328,7	142,4	104,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2023 Dic	39,5	37,6	1,8	20,6	18,7	9,2	8,2	8,5	8,4	1,2	2,3	1,0	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu-facturas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 I TR	8,6	1,0	722,4	347,2	138,4	224,4	596,9	730,1	430,4	114,6	161,9	503,6	78,6
II TR	-1,9	-13,8	708,3	331,9	143,9	216,8	588,8	706,2	411,0	113,4	164,8	502,1	74,1
III TR	-5,4	-22,2	702,5	332,3	141,6	214,6	583,7	677,5	390,6	111,2	158,5	486,0	82,5
IV TR	-5,3	-17,3	705,3	.	.	.	584,4	666,1	.	.	.	468,8	.
2023 Jul	-2,7	-18,1	232,9	109,5	46,3	71,4	193,0	228,7	131,7	37,8	54,0	165,4	26,6
Ago	-3,7	-24,4	236,0	110,8	49,0	72,0	197,0	224,4	128,8	36,7	53,0	161,1	27,3
Sep	-9,2	-23,9	233,7	112,0	46,2	71,2	193,7	224,4	130,1	36,7	51,5	159,5	28,6
Oct	-2,4	-16,3	234,6	111,4	47,2	70,4	195,4	223,5	129,0	35,6	52,5	158,5	29,5
Nov	-5,0	-16,9	236,3	111,4	48,3	71,5	196,7	221,3	127,4	34,6	51,8	155,1	26,6
Dic	-8,8	-18,7	234,3	.	.	.	192,3	221,3	.	.	.	155,2	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 I TR	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,1	106,3	117,1	115,3	122,1	117,1	118,2	146,1
II TR	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,2	115,7	105,6	116,2	115,4	123,2	119,1	119,8	159,8
III TR	-3,9	-10,4	104,0	100,6	107,8	112,7	104,2	112,5	111,6	119,2	117,1	117,1	173,2
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Jun	0,2	-7,0	105,0	101,1	108,0	115,1	105,6	112,5	112,4	117,1	116,1	116,4	164,7
Jul	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,8	103,3	115,4	114,9	121,6	119,1	119,3	169,9
Ago	-1,8	-12,0	105,2	100,8	112,1	113,6	105,6	111,5	110,0	118,2	117,9	116,8	174,8
Sep	-8,2	-13,5	103,7	101,0	105,3	111,7	103,9	110,7	109,9	117,9	114,4	115,1	174,9
Oct	-1,0	-7,4	103,4	99,7	106,7	110,2	103,5	110,0	108,5	114,7	115,9	114,7	163,7
Nov	-3,5	-9,9	104,0	99,2	107,3	113,2	104,3	109,1	107,5	107,7	114,3	112,0	162,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no 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 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 I TR	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,3	3,1	1,7	-6,0	1,3	8,1	7,3
II TR	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,7	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
III TR	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
IV TR	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3
2023 Sep	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,2	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Oct	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,2	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
Nov	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,8	0,0	-2,2	-0,1	2,5	1,5
Dic	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2024 Ene	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,5	0,2	1,2	0,4	3,0	1,9
Feb ³⁾	124,4	2,6	3,1	.	3,9	0,4	0,3	-0,8	0,1	1,5	0,5	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 I TR	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
II TR	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
III TR	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
IV TR	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2023 Sep	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
Oct	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
Dic	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
2024 Ene	5,6	5,2	6,9	-0,2	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
Feb ³⁾	4,0	4,5	2,2	.	1,6	-3,7	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

3 Precios y costes

3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,1	3,3	1,8	30,6	5,8	8,1	0,5
2022	134,4	34,4	16,9	14,3	20,2	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	12,0	7,1	0,6
2023	130,3	-3,1	2,0	3,3	-0,7	5,0	8,2	8,4	5,5	-15,0	6,6	.	.
2023 I TR	136,5	10,9	9,0	9,7	8,7	7,1	14,1	17,4	8,5	11,4	10,7	0,4	-4,9
II TR	128,8	-1,3	0,9	3,5	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-12,2	7,5	-1,5	-9,9
III TR	127,8	-10,3	-0,3	0,9	-4,4	4,3	6,4	5,5	4,5	-27,9	4,8	-2,1	.
IV TR	127,9	-9,7	-1,2	-0,4	-5,1	3,2	3,6	2,2	2,7	-25,2	3,7	.	.
2023 Ago	127,8	-11,1	0,0	0,9	-4,5	4,3	6,4	5,5	4,5	-29,3	-	-	-
Sep	128,5	-12,2	0,0	0,3	-4,7	4,0	5,4	4,3	3,9	-30,6	-	-	-
Oct	128,7	-9,5	-1,4	-0,3	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,5	-	-	-
Nov	128,1	-9,0	-1,4	-0,5	-5,1	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,8	-	-	-
Dic	127,0	-10,7	-0,8	-0,5	-4,8	2,8	3,2	1,7	2,3	-27,3	-	-	-
2024 Ene	125,9	-8,6	-1,9	-1,5	-5,8	2,1	.	.	.	-21,3	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

3.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 I TR	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
II TR	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
III TR	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2023 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-14,0	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,7
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,8	-1,8	-9,6	-6,6	-3,8	-9,7
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,2	-9,1

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

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

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

3 Precios y costes

3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 I TR	23,8	43,3	26,0	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
II TR	7,2	29,8	17,9	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
III TR	3,6	22,1	15,3	6,6	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
IV TR	3,6	18,8	17,6	9,7	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 Sep	4,4	20,7	14,6	7,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct	4,0	19,7	15,9	8,0	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov	3,4	18,3	18,0	9,3	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dic	3,5	18,4	18,9	11,8	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Ene	4,4	18,6	20,2	10,2	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Feb	3,8	16,5	17,5	4,4	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6

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: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2023	.	.	.	.	.	.	4,5
2023 I TR	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,3
II TR	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
III TR	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7
IV TR	.	.	.	.	.	.	4,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turer y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 IV TR	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 I TR	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
II TR	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
III TR	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
Remuneración por asalariado												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 IV TR	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 I TR	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
II TR	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
III TR	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 IV TR	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 I TR	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
II TR	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
III TR	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
Remuneración por hora trabajada												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 IV TR	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 I TR	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
II TR	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
III TR	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
Productividad del trabajo por hora												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 IV TR	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 I TR	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
II TR	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
III TR	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Ago	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sep	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Oct	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dic	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Ene	3,90	3,87	3,92	3,89	3,61	5,32	-0,01
Feb	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{(1), (2)}					Zona del euro ^{(1), (2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{(1), (2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Ago	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Sep	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
Oct	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
Dic	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Ene	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
Feb	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2023 Ago	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
Sep	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
Oct	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
Nov	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3
Dic	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0
2024 Ene	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
Feb	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2

Fuente: LSEG.

4 Evolución de los mercados financieros

4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses		A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
		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	TAE ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Feb	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,14	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,14	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Abr	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,29	8,06	7,43	8,11	4,91	4,12	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
Jun	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,39	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
Jul	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,54	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
Ago	0,31	1,50	3,04	3,11	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
Sep	0,33	1,54	3,08	3,12	7,77	16,54	8,47	7,83	8,55	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,25	3,89
Oct	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91
Nov	0,36	1,62	3,32	3,41	7,97	16,66	7,27	7,90	8,54	5,56	4,88	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01
Dic	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,71	8,43	5,38	4,86	4,23	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 Ene ^(p)	0,38	1,67	3,20	3,15	8,15	16,79	7,99	8,02	8,72	5,39	4,80	4,10	3,67	3,52	4,15	3,87

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Feb	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,10	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
Abr	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
Jun	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
Jul	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Ago	0,66	3,42	3,53	5,02	5,46	5,64	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sep	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Oct	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov	0,83	3,71	3,92	5,33	5,70	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
Dic	0,83	3,71	4,08	5,57	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,25
2024 Ene ^(p)	0,89	3,69	3,32	5,37	5,80	5,69	5,65	5,45	5,22	4,43	5,15	5,00	4,18	5,22

Fuente: BCE.

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

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

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central
Corto plazo														
2021	1.406,9	427,2	127,1	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,4	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.372,8	467,6	143,6	51,9	94,6	667,0	621,7	481,0	182,6	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	499,1	211,3	111,7	37,9	48,8	127,4	103,9
2023 Ago	1.513,7	593,1	141,1	51,5	99,1	680,4	647,9	518,7	230,3	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
Sep	1.532,6	591,9	137,4	50,7	92,1	711,3	676,2	522,4	214,0	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
Oct	1.519,9	577,3	138,2	49,5	95,1	709,2	671,7	486,9	197,9	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
Nov	1.529,9	590,8	134,7	48,3	95,7	708,7	667,8	479,4	187,6	120,7	40,8	45,0	126,2	100,2
Dic	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	329,6	144,0	79,4	35,8	32,2	74,0	60,6
2024 Ene	1.497,0	604,9	131,9	45,3	86,0	674,2	641,6	520,1	211,8	121,5	37,7	43,7	143,0	121,1
Largo plazo														
2021	19.917,7	4.181,3	3.374,5	1.341,1	1.599,0	10.762,9	9.941,9	316,3	67,9	83,5	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17.896,7	3.971,9	3.257,9	1.339,0	1.395,8	9.271,0	8.559,2	298,8	78,5	73,1	29,5	16,6	130,6	121,2
2023	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	326,7	95,9	71,6	24,5	20,6	138,6	130,1
2023 Ago	18.814,4	4.307,2	3.367,4	1.367,8	1.427,7	9.712,0	8.989,6	206,0	52,3	47,9	12,4	8,4	97,4	93,9
Sep	18.670,1	4.294,9	3.401,0	1.372,7	1.429,9	9.544,4	8.830,7	350,1	91,2	91,8	21,4	29,3	137,8	127,8
Oct	18.712,2	4.341,6	3.402,3	1.374,4	1.430,8	9.537,4	8.825,0	336,1	93,4	70,7	22,0	14,4	157,6	151,4
Nov	19.081,1	4.412,2	3.417,1	1.345,7	1.463,9	9.787,9	9.066,6	303,9	84,1	88,5	21,0	25,2	106,1	101,2
Dic	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	215,4	69,3	59,6	16,9	17,3	69,1	67,6
2024 Ene	19.671,5	4.577,5	3.503,4	1.351,7	1.502,9	10.087,7	9.340,0	466,9	162,9	95,8	28,9	22,5	185,7	165,0

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras		de las cuales, Administración Central				
Saldo vivo											
2021	21.324,6	4.608,5	3.501,6	1.391,2	1.686,9	11.527,6	10.616,8	10.366,1	600,0	1.544,3	8.220,9
2022	19.269,5	4.439,5	3.401,5	1.391,0	1.490,5	9.938,0	9.180,9	8.711,0	524,9	1.351,1	6.834,3
2023	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2
2023 Ago	20.328,1	4.900,4	3.508,5	1.419,3	1.526,8	10.392,4	9.637,5	9.526,3	582,1	1.493,1	7.450,5
Sep	20.202,7	4.886,8	3.538,3	1.423,4	1.522,0	10.255,7	9.506,9	9.159,1	576,0	1.424,2	7.158,4
Oct	20.232,0	4.918,9	3.540,6	1.423,9	1.526,0	10.246,6	9.496,7	8.780,2	558,5	1.367,2	6.854,0
Nov	20.611,0	5.003,0	3.551,8	1.394,0	1.559,6	10.496,6	9.734,4	9.397,5	611,1	1.462,0	7.323,9
Dic	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2
2024 Ene	21.168,5	5.182,3	3.635,3	1.396,9	1.589,0	10.761,9	9.981,5	9.845,4	640,6	1.504,6	7.699,8
Tasa de crecimiento¹⁾											
2023 Jun	5,3	10,2	4,3	4,1	0,9	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,6	-1,3
Jul	6,1	12,1	4,1	2,8	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
Ago	5,9	12,1	4,0	2,3	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sep	6,4	11,0	5,1	4,5	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,8	-1,1
Oct	6,1	10,6	5,1	4,5	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,6	-1,5
Nov	5,5	10,0	3,8	0,9	2,1	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
Dic	5,8	11,4	3,6	0,3	1,8	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,7	-1,6
2024 Ene	5,8	10,4	5,0	1,1	1,5	4,6	5,0	-1,4	-3,0	0,6	-1,7

Fuente: BCE.

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

4 Evolución de los mercados financieros

4.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,5	84,2	63,4	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 I TR	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	85,1	119,4	93,4
II TR	98,2	93,8	98,0	88,0	64,8	85,6	121,4	94,6
III TR	98,9	94,9	98,8	88,8	66,1	87,2	123,5	95,9
IV TR	98,3	94,2	98,1	.	.	.	123,0	95,1
2023 Sep	98,5	94,6	98,6	-	-	-	123,0	95,5
Oct	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
Nov	98,7	94,6	98,4	-	-	-	123,4	95,3
Dic	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,8
2024 Ene	98,4	94,3	98,1	-	-	-	123,6	95,1
Feb	98,1	94,1	97,9	-	-	-	123,3	94,8
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2024 Feb	-0,3	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2024 Feb	1,1	1,1	1,1	-	-	-	3,4	1,5

Fuente: BCE.

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

4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 I TR	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
II TR	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
III TR	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
IV TR	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2023 Sep	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Oct	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dic	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 Ene	7,820	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Feb	7,765	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2024 Feb	-0,7	2,1	0,0	1,6	1,2	-0,9	-0,5	0,0	-0,3	1,0	-1,0
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2024 Feb	6,0	6,4	0,1	0,8	13,3	-8,8	-3,5	1,3	0,7	-4,5	0,7

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 ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2022 IV TR	31.081,0	30.811,8	269,2	12.269,1	10.087,5	11.099,7	12.824,9	18,4	6.579,6	7.899,5	1.114,2	15.838,2
2023 I TR	31.597,9	31.462,3	135,6	12.277,8	10.022,2	11.332,6	13.396,9	-9,4	6.863,4	8.043,2	1.133,5	16.089,2
II TR	31.742,7	31.558,7	184,1	12.170,2	9.895,0	11.711,0	13.708,1	-34,9	6.790,7	7.955,6	1.105,7	16.057,7
III TR	31.882,7	31.556,1	326,7	12.247,4	9.999,7	11.762,3	13.707,3	-57,7	6.816,7	7.849,1	1.114,1	16.042,7
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2023 III TR	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
Transacciones												
2023 I TR	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
II TR	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
III TR	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
IV TR	-123,0	-264,5	141,5	-105,0	-103,6	20,1	11,4	17,3	-61,8	-172,3	6,4	-
2023 Jul	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
Ago	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
Sep	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
Oct	8,4	-12,7	21,1	-47,9	-64,2	-19,3	-7,4	17,1	54,8	58,9	3,7	-
Nov	89,5	42,3	47,2	15,4	27,9	59,1	19,7	1,2	12,4	-5,3	1,5	-
Dic	-220,9	-294,1	73,1	-72,4	-67,3	-19,7	-0,8	-0,9	-129,0	-226,0	1,2	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2023 Dic	389,6	58,5	331,1	-156,7	-207,9	375,5	421,6	24,4	158,9	-155,2	-12,5	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2023 Dic	2,8	0,4	2,3	-1,1	-1,5	2,7	3,0	0,2	1,1	-1,1	-0,1	-

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Saldos vivos												
2021	1.470,4	9.822,6	11.292,9	918,8	2.504,9	3.423,7	14.716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15.504,8
2022	1.539,5	9.763,6	11.303,1	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.249,1	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,9
2023	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 I TR	1.542,2	9.456,6	10.998,7	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,4	102,6	676,7	91,5	870,7	16.051,1
II TR	1.535,3	9.179,2	10.714,5	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,4	695,9	83,7	894,0	15.991,4
III TR	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
IV TR	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 Ago	1.534,1	9.009,3	10.543,4	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.022,3	122,0	699,5	83,6	905,1	15.927,4
Sep	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
Oct	1.536,1	8.869,0	10.405,1	2.169,7	2.453,3	4.622,9	15.028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15.971,3
Nov	1.534,0	8.835,1	10.369,1	2.232,6	2.446,9	4.679,5	15.048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16.003,0
Dic	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2024 Ene ^(p)	1.533,0	8.733,0	10.265,9	2.360,6	2.446,8	4.807,4	15.073,3	182,7	750,0	86,8	1.019,5	16.092,8
Operaciones												
2021	107,7	908,1	1.015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1.006,3
2022	69,2	-46,8	22,4	428,9	55,5	484,3	506,7	3,9	2,4	76,6	82,8	589,5
2023	-4,4	-954,4	-958,8	925,6	-100,0	825,6	-133,2	40,9	93,4	25,0	159,3	26,1
2023 I TR	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
II TR	-6,9	-275,8	-282,7	226,7	-30,2	196,5	-86,2	11,9	19,2	-5,5	25,6	-60,6
III TR	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,0	18,2	-8,7	25,5	-5,0
IV TR	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,5	56,0	149,6
2023 Ago	-0,4	-82,6	-83,0	75,9	-21,7	54,2	-28,8	-0,1	4,8	4,3	8,9	-19,9
Sep	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-7,9	15,4	58,6
Oct	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
Nov	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
Dic	2,5	12,5	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 Ene ^(p)	-3,0	-106,3	-109,3	48,1	-11,8	36,3	-73,0	-1,7	10,9	21,2	30,3	-42,6
Tasas de crecimiento												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 I TR	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
II TR	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,0	22,4	0,5
III TR	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
IV TR	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 Ago	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	160,2	20,3	-1,3
Sep	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Oct	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
Nov	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
Dic	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2024 Ene ^(p)	-0,5	-9,9	-8,6	62,3	-4,3	19,8	-1,1	24,8	17,6	72,5	22,5	0,1

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.272,8	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,0	236,9	560,8
2023	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 I TR	3.332,6	2.595,7	595,6	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,4	230,5	572,9
II TR	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,3	229,1	564,9
III TR	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
IV TR	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 Ago	3.314,9	2.452,4	719,7	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.157,2	217,5	560,6
Sep	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
Oct	3.326,5	2.413,8	768,5	131,4	12,9	8.346,7	5.150,1	909,6	2.286,3	0,7	1.205,6	210,4	547,0
Nov	3.326,0	2.405,1	772,6	132,0	16,4	8.365,1	5.115,5	969,9	2.278,8	0,8	1.225,4	223,3	536,3
Dic	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2024 Ene ^(p)	3.327,8	2.384,5	803,7	128,4	11,2	8.436,5	5.080,7	1.071,7	2.283,1	1,1	1.210,7	221,8	526,2
Operaciones													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,3	-89,7	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,4	8,2	14,0
2023	-28,8	-302,6	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,3	-0,6	-25,9
2023 I TR	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
II TR	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-10,7
III TR	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	0,6
IV TR	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 Ago	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,2
Sep	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
Oct	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
Nov	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
Dic	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,3	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 Ene ^(p)	-8,6	-40,8	35,2	-3,2	0,2	9,5	-31,8	49,6	-7,9	-0,3	-43,8	-13,2	-15,5
Tasas de crecimiento													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2023 I TR	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,1
II TR	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
III TR	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
IV TR	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2023 Ago	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,5
Sep	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Oct	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,1	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov	-1,9	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,1	-4,3	-18,6	-8,4	-9,1	-5,1
Dic	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2024 Ene ^(p)	-1,0	-11,2	49,9	-3,1	58,3	0,3	-8,3	121,4	-4,3	39,2	-5,4	-4,8	-6,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
												Préstamos ajustados ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,2	6.632,2	1.079,3	147,6	1.563,7	836,3
2023	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4
2023 I TR	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,0	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	849,9
II TR	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3
III TR	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6
IV TR	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4
2023 Ago	6.257,7	987,3	5.245,3	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	877,1
Sep	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6
Oct	6.197,1	987,3	5.184,7	15.452,2	13.008,9	13.224,5	5.112,9	6.641,8	1.119,1	135,1	1.563,0	880,3
Nov	6.226,6	986,0	5.215,4	15.471,8	13.033,9	13.243,3	5.118,2	6.652,6	1.129,0	134,1	1.560,0	877,9
Dic	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4
2024 Ene ^(p)	6.248,4	984,1	5.238,8	15.495,3	13.001,0	13.245,1	5.110,7	6.634,0	1.124,7	131,6	1.584,3	909,9
Operaciones												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,5	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4
2023	-160,8	-16,6	-144,4	55,4	23,4	70,0	-5,5	6,3	30,7	-8,1	-13,8	45,8
2023 I TR	-72,9	-17,4	-55,3	2,5	3,7	7,5	-2,1	14,9	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
II TR	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-0,9	-5,1	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
III TR	-18,4	1,6	-19,6	8,1	-0,1	-11,6	-8,4	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
IV TR	5,6	7,8	-2,5	44,0	51,7	75,0	10,2	18,5	20,9	2,2	-24,1	16,3
2023 Ago	14,8	2,4	12,8	-23,6	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,2	-4,3	0,3	0,3
Sep	1,0	1,6	-0,6	16,7	13,0	7,9	-5,2	2,2	10,1	6,0	4,2	-0,5
Oct	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,3	2,7	10,0	26,3	-1,8	-12,9	8,2
Nov	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,7	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	-7,5
Dic	36,3	9,0	27,2	6,7	-4,6	14,0	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,3	15,6
2024 Ene ^(p)	-45,2	-8,4	-37,0	7,1	-29,2	-12,2	-13,5	-12,5	4,2	-7,4	27,7	8,6
Tasas de crecimiento												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2023 I TR	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
II TR	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
III TR	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
IV TR	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2023 Ago	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sep	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Oct	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
Nov	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
Dic	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2024 Ene ^(p)	-2,5	-1,0	-2,8	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	2,9	-10,4	1,3	6,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
		Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2021	4.864,8	4.995,5	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.638,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,2	5.137,8	967,2	1.078,9	3.085,1	6.632,2	6.833,5	717,3	5.214,7	700,2
2023	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 I TR	5.136,0	5.147,9	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.868,6	723,7	5.236,0	705,9
II TR	5.126,9	5.144,8	924,2	1.088,2	3.114,6	6.634,3	6.867,2	726,0	5.207,9	700,4
III TR	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
IV TR	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 Ago	5.119,9	5.125,4	901,9	1.085,1	3.132,9	6.632,8	6.865,0	729,9	5.209,0	693,9
Sep	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
Oct	5.112,9	5.128,3	897,4	1.087,7	3.127,8	6.641,8	6.865,0	731,1	5.222,8	688,0
Nov	5.118,2	5.137,3	902,1	1.087,5	3.128,6	6.652,6	6.866,7	732,1	5.231,6	688,9
Dic	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2024 Ene ^(p)	5.110,7	5.135,8	894,1	1.092,8	3.123,8	6.634,0	6.870,2	734,6	5.215,3	684,1
Operaciones										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,5	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	308,9	78,6	77,7	113,5	242,0	250,5	22,7	218,5	0,9
2023	-5,5	24,2	-44,4	10,2	28,7	6,3	24,0	19,8	8,6	-22,1
2023 I TR	-2,1	4,3	-24,1	11,0	11,0	14,9	17,9	4,6	15,0	-4,7
II TR	-5,1	-0,9	-15,1	-2,9	12,9	-28,6	0,4	3,9	-27,6	-4,9
III TR	-8,4	-10,0	-21,8	-3,2	16,6	1,6	0,8	7,5	2,8	-8,7
IV TR	10,2	30,9	16,6	5,3	-11,7	18,5	4,9	3,8	18,5	-3,8
2023 Ago	-3,9	-17,0	-18,9	-3,2	18,3	4,2	1,7	2,7	3,9	-2,3
Sep	-5,2	6,1	0,2	-0,5	-4,9	2,2	1,8	2,6	1,8	-2,2
Oct	2,7	0,6	-4,1	3,1	3,6	10,0	1,2	0,3	12,3	-2,7
Nov	-3,9	13,4	7,6	-2,4	-9,1	11,5	2,8	1,5	9,4	0,7
Dic	11,4	16,9	13,1	4,5	-6,2	-3,0	0,8	2,0	-3,2	-1,9
2024 Ene ^(p)	-13,5	-11,6	-19,1	1,7	3,9	-12,5	4,9	1,0	-12,2	-1,2
Tasas de crecimiento										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 I TR	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
II TR	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
III TR	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
IV TR	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 Ago	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Oct	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
Nov	-0,7	0,0	-7,9	1,3	0,9	0,2	0,5	2,7	0,3	-3,1
Dic	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2024 Ene ^(p)	-0,4	0,2	-5,8	0,8	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2021	736,9	6.886,2	1.838,9	37,1	1.999,2	3.010,9	1.377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,0	6.752,7	1.782,6	45,9	2.121,9	2.802,4	1.333,4	385,4	137,8	147,6
2023	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 I TR	573,9	6.912,1	1.791,9	55,5	2.168,4	2.896,3	1.426,2	331,4	152,1	165,8
II TR	485,0	6.984,3	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,2	1.465,0	293,9	168,6	172,6
III TR	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
IV TR	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 Ago	439,5	7.140,5	1.807,1	68,0	2.342,1	2.923,3	1.579,7	255,4	165,9	161,8
Sep	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
Oct	440,0	7.225,5	1.819,7	77,7	2.415,4	2.912,8	1.735,8	251,7	163,1	151,4
Nov	407,6	7.273,7	1.827,9	83,7	2.414,7	2.947,5	1.794,2	191,7	170,4	162,0
Dic	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2024 Ene ^(p)	454,6	7.374,7	1.829,6	97,0	2.449,0	2.999,1	1.960,2	218,1	165,7	159,7
Operaciones										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,9	38,9	-89,7	-4,4	16,0	117,0	-70,5	-195,6	10,5	17,9
2023	-194,4	334,6	25,7	40,0	227,2	41,6	460,6	-189,0	19,8	9,0
2023 I TR	-81,8	80,4	5,9	5,0	58,3	11,3	63,7	-52,6	15,0	18,9
II TR	-88,7	96,7	13,9	6,1	61,8	14,9	92,9	-71,2	16,5	6,7
III TR	-29,1	98,1	17,3	11,4	45,0	24,5	128,3	-54,1	-13,0	-6,0
IV TR	5,3	59,4	-11,3	17,6	62,1	-9,0	175,8	-11,1	1,2	-10,7
2023 Ago	-24,6	28,7	0,1	3,5	17,2	7,9	27,6	-34,6	12,1	5,4
Sep	16,4	38,2	16,3	4,9	10,5	6,6	58,7	36,8	-10,3	4,8
Oct	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	58,9	-78,3	9,3	-12,0
Nov	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
Dic	53,8	9,8	-2,0	6,8	20,5	-15,5	54,1	95,2	-15,4	-9,4
2024 Ene ^(p)	-6,5	60,7	2,4	6,5	37,3	14,6	100,6	-50,8	10,7	7,0
Tasas de crecimiento										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 I TR	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
II TR	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
III TR	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
IV TR	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 Ago	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	3,0	-	-	5,9	11,5
Sep	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
Oct	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
Nov	-40,3	5,3	1,3	68,4	10,3	2,9	-	-	7,5	-2,7
Dic	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2024 Ene ^(p)	-20,7	5,2	1,6	85,3	10,3	2,0	-	-	8,4	4,2

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 IV TR	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 I TR	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
II TR	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
III TR	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 IV TR	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 I TR	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2022 IV TR	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023 I TR	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
II TR	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
III TR	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
2023 Ago	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
Sep	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Oct	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dic	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 Ene	13,3	11,9	4,1	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,6	3,6	2,1

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 IV TR	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 I TR	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
II TR	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
III TR	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Deuda de las AAPP										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 IV TR	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 I TR	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
II TR	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
III TR	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 IV TR	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 I TR	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
II TR	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
III TR	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Deuda de las AAPP										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 IV TR	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 I TR	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
II TR	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
III TR	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

© Banco Central Europeo, 2024

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 6 de marzo de 2024.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-24-002-ES-N (edición electrónica)