



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 5/2024



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	12
3 Precios y costes	19
4 Evolución de los mercados financieros	26
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	31
<b>Recuadros</b>	<b>42</b>
1 La geopolítica y el comercio en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿se están reduciendo los riesgos de los suministros de importación?	42
2 Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro	47
3 ¿Qué revelan las encuestas recientes sobre la inversión empresarial de la zona del euro en 2024?	53
4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	59
5 La dinámica de los diferenciales de inflación en la zona del euro	63
6 Expectativas de precios de venta de los servicios y su contenido informativo acerca de las presiones sobre los precios de consumo	69
7 La rentabilidad del capital y sus determinantes en los últimos tiempos	74
8 Proyecciones de los costes del envejecimiento: nueva evidencia del Informe de Envejecimiento de 2024	79
<b>Artículos</b>	<b>85</b>
1 La evolución del modelo de crecimiento de China: retos y perspectivas de crecimiento a largo plazo	85
2 Introducción a las cuentas distributivas de la riqueza de los hogares de la zona del euro	90
3 La evaluación empírica de las proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema desde el año 2000	93

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 18 de julio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente respalda, en líneas generales, la anterior valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio. En línea con lo esperado, el impacto inflacionista del elevado crecimiento de los salarios se ha visto amortiguado por los beneficios. La política monetaria mantiene unas condiciones de financiación restrictivas. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, la inflación de los servicios es elevada y es probable que la inflación general continúe por encima del objetivo hasta bien avanzado el próximo año.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo y mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr ese objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La última información disponible indica que la economía de la zona del euro creció en el segundo trimestre, aunque probablemente a menor ritmo que en el primero. Los servicios siguen siendo el principal motor de la recuperación, mientras que la producción industrial y las exportaciones de bienes han sido débiles. Los indicadores de inversión apuntan a un crecimiento contenido en 2024, en un entorno de elevada incertidumbre. A más largo plazo, se espera que la recuperación se vea respaldada por el consumo, impulsado por el fortalecimiento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación y de la subida de los salarios nominales. Por otra parte, las exportaciones deberían experimentar un repunte de la mano de un aumento de la demanda mundial. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. La tasa de desempleo permaneció sin variación en el 6,4 % en mayo, su nivel más bajo desde que existe el euro. El empleo, que aumentó un 0,3 % en el primer trimestre, estuvo respaldado por un nuevo incremento de la población activa, que avanzó al mismo ritmo. Es probable que en el segundo trimestre se hayan creado más puestos de trabajo, principalmente en los servicios. Las empresas están reduciendo gradualmente las ofertas de empleo, si bien a partir de niveles elevados.

Las políticas fiscales y estructurales nacionales deberían orientarse a mejorar la productividad y la competitividad de la economía, lo que contribuiría a aumentar el crecimiento potencial y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. Una aplicación efectiva, rápida y plena del programa *Next Generation EU*, los progresos hacia una unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria, así como el reforzamiento del mercado único, son factores clave que contribuirían a promover la innovación y a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las recientes orientaciones de la Comisión Europea en las que se invita a los Estados miembros de la UE a reforzar la sostenibilidad fiscal, y la declaración del Eurogrupo sobre la orientación fiscal de la zona del euro en 2025. Aplicar plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida.

## Inflación

La inflación interanual descendió hasta el 2,5 % en junio, desde el 2,6 % observado en mayo. Los precios de los alimentos subieron un 2,4 % en junio —0,2 puntos porcentuales menos que en mayo—, mientras que los precios energéticos se mantuvieron prácticamente sin variación. Tanto la inflación de los precios de los bienes como la de los servicios permanecieron sin cambios en junio, en el 0,7 % y el 4,1 %, respectivamente. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio.

La inflación interna sigue siendo elevada. Los salarios continúan creciendo a un ritmo elevado, compensando el anterior período de inflación alta. Las subidas de los salarios nominales, junto con la baja productividad, han contribuido al crecimiento de los costes laborales unitarios, pese a la ligera desaceleración registrada en el primer trimestre de este año. Debido a la naturaleza escalonada de los ajustes salariales y a la importante contribución de los pagos extraordinarios, es probable que el crecimiento de los costes laborales se mantenga elevado a corto plazo. Al mismo tiempo, los datos recientes sobre la remuneración por asalariado han sido acordes a lo esperado, y los últimos indicadores de las encuestas señalan que el crecimiento de los salarios se moderará durante el próximo año. Además, los beneficios se contrajeron en el primer trimestre, lo que ayudó a compensar los efectos inflacionistas de la subida de los costes laborales unitarios, y los datos procedentes de las encuestas sugieren que los beneficios deberían seguir viéndose frenados a corto plazo.

Se espera que la inflación fluctúe en torno a los niveles actuales durante el resto del año, debido en parte a efectos de base relacionados con la energía, y que después descienda hacia el objetivo en el segundo semestre del próximo año, debido a un menor crecimiento de los costes laborales, a los efectos de la política monetaria restrictiva del Consejo de Gobierno y a la desaparición gradual del impacto de la fuerte subida anterior de la inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en general estables y se sitúan en su mayoría en torno al 2 %.

## Evaluación de riesgos

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

La inflación podría ser más elevada de lo previsto si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar una subida de los precios de la energía y de los costes de los fletes a corto plazo, y causar disrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían incrementar los precios de los alimentos. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo esperado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista.

## Condiciones financieras y monetarias

La bajada de los tipos de interés oficiales en junio se ha transmitido de manera fluida a los tipos de interés del mercado monetario, pese a que las condiciones financieras generales han sido algo volátiles. Los costes de financiación siguen siendo restrictivos dado que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales continúan avanzando a lo largo de la cadena de transmisión. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas descendió hasta el 5,1 % en mayo, mientras que los tipos de las hipotecas se mantuvieron sin cambios en el 3,8 %.

Los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvieron en niveles restrictivos. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2024, los criterios aplicados a los préstamos a empresas mostraron un ligero endurecimiento en el

segundo trimestre, mientras que los aplicados a las hipotecas se relajaron moderadamente. La demanda de préstamos de las empresas disminuyó ligeramente, mientras que la demanda de hipotecas de los hogares aumentó por primera vez desde principios de 2022.

En conjunto, la dinámica del crédito continúa siendo débil. El crédito bancario a las empresas y a los hogares creció a una tasa interanual del 0,3 % en mayo, lo que representa un incremento marginal respecto al mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio, medido por M3, aumentó hasta el 1,6 % en mayo, desde el 1,3 % registrado en abril.

## Decisiones de política monetaria

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen sin variación en el 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, 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 Eurosistema ha dejado de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que van venciendo, lo que está reduciendo la cartera del programa en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

A medida que las entidades de crédito 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 esas operaciones y sus reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

## Conclusión

En su reunión del 18 de julio 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, y mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr ese objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones sobre los

tipos de interés oficiales se basarán en la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

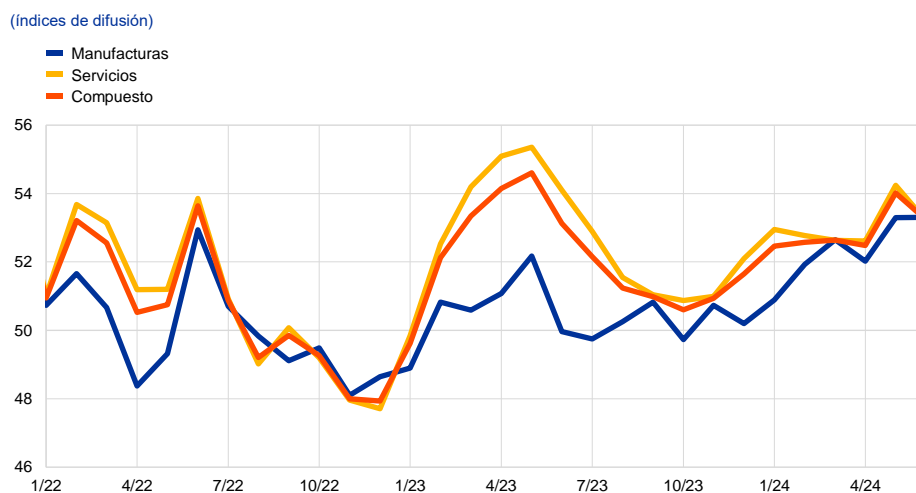
## 1 Entorno exterior

La actividad económica y el comercio mundiales mantuvieron una senda alcista sostenida en el segundo trimestre de 2024. Los datos procedentes de las encuestas indican que es probable que la economía global esté entrando en un período de reposición de existencias que debería respaldar el comercio en los próximos meses. La inflación continúa moderándose, aunque las presiones sobre los precios de los servicios son persistentes.

### La actividad mundial, excluida la zona del euro, aún continúa en una senda alcista sostenida.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global correspondiente a junio se mantuvo en terreno expansivo (gráfico 1). El índice general descendió de 54 en mayo a 53,2 en junio, más próximo a su media de largo plazo. Esta evolución refleja el debilitamiento de la actividad de los servicios, al tiempo que la producción de las manufacturas no varió. La actividad de los servicios se moderó en la mayoría de las principales economías —en China, en particular—, aunque permaneció en terreno expansivo. El modelo de previsión a corto plazo (*nowcasting model*) del crecimiento global del BCE confirma que el avance de la actividad mundial continúa. Aunque esta valoración se sustenta principalmente en datos cualitativos, la mayor parte de los datos cuantitativos también han pasado a respaldarla. En conjunto, estos desarrollos sugieren que el crecimiento de la actividad mundial se mantuvo en una senda alcista sostenida en el segundo trimestre de 2024.

**Gráfico 1**  
PMI global de actividad



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

**El comercio mundial repuntó a principios del año y se espera que siga fortaleciéndose, respaldado por el giro observado recientemente en el ciclo de existencias.** La recuperación prevista con respecto a las débiles cifras de flujos comerciales del año pasado se vio confirmada por los datos cuantitativos, con una expansión intertrimestral de las importaciones mundiales del 0,6 % en el primer trimestre del año. A corto plazo, los mejores datos de producción industrial señalan



un nuevo repunte de la tasa de avance del comercio. El giro reciente en el ciclo de existencias global también ha estimulado los intercambios comerciales. En la segunda mitad de 2023, el crecimiento de las existencias cayó de forma acusada e incluso pasó a ser negativo, lo que sugiere que el incremento de la demanda se atendió, en parte, utilizando las existencias. Dado que los nuevos pedidos han seguido aumentando en 2024, los datos de las encuestas sugieren que las existencias se están reponiendo. De hecho, los valores del PMI relativos a las existencias a escala mundial han aumentado con más rapidez que los indicadores de nuevos pedidos. Esto apunta a que la economía mundial puede estar entrando en un período de reposición de existencias, lo que podría respaldar el comercio en el futuro<sup>1</sup>.

**En las economías de la OCDE, la inflación continúa moderándose, aunque las presiones sobre los precios de los servicios son persistentes.** En mayo, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) descendió ligeramente hasta situarse en el 2,9 %, desde el 3 % del mes anterior (gráfico 2). En la OCDE, la inflación subyacente, excluidos los precios de la energía y los alimentos, siguió disminuyendo, hasta el 3,2 % en mayo, 0,1 puntos porcentuales menos que en abril. La caída de los precios de los bienes y las subidas más lentas de los de otros componentes de los servicios están reduciendo las presiones inflacionistas en las economías avanzadas. Con todo, la tasa de variación de los precios de las actividades intensivas en mano de obra, como restaurantes y hoteles, ocio, cultura y atención sanitaria, continúa siendo elevada y se mueve con lentitud hacia las tasas medias anteriores a la pandemia. Esto sugiere que, en muchos países, el crecimiento de los salarios sigue siendo intenso en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo. Además, la inflación de los alquileres aún es elevada y con frecuencia se sitúa muy por encima de los niveles previos a la pandemia. De cara al futuro, solo se espera que la inflación general medida por el IPC continúe reduciéndose gradualmente.

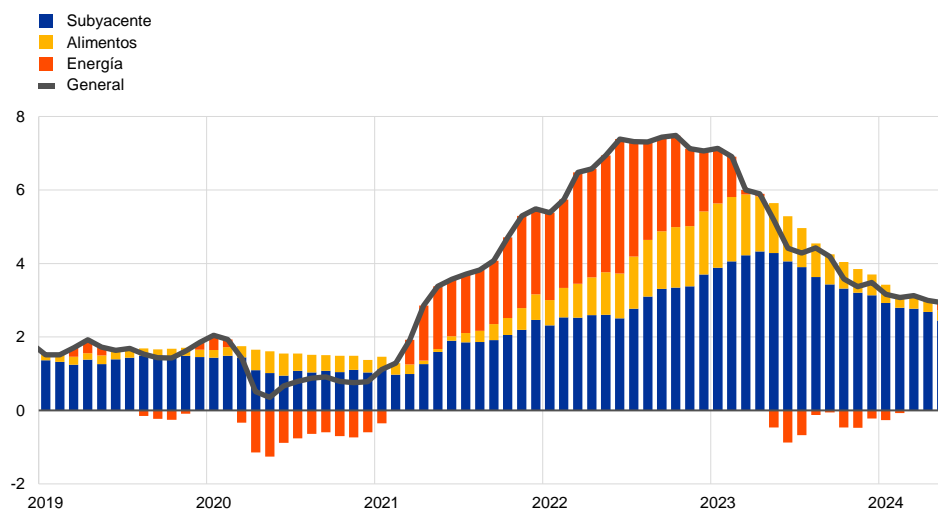
---

<sup>1</sup> En el recuadro 1 de este Boletín Económico se analiza, a partir de datos detallados a nivel de producto, si la zona del euro y Estados Unidos han modificado sus estrategias de abastecimiento de importaciones desde 2016 y cómo lo han hecho, el papel desempeñado por las tensiones geopolíticas y el posible impacto sobre los precios de importación.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

### Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, los precios del Brent han aumentado en torno a un 11 %, como consecuencia de las expectativas de condiciones de oferta más restrictivas y de crecientes preocupaciones geopolíticas.

Los precios del petróleo repuntaron sustancialmente después de que representantes de la OPEP+ aclararan que la eliminación gradual de los recortes voluntarios de la producción anunciados en su reunión de junio dependería de la situación imperante en los mercados, lo que señaló la posibilidad de unas condiciones de oferta más restrictivas de lo previsto inicialmente. Las tensiones geopolíticas, incluidos los renovados temores de que se produzca un agravamiento del conflicto con Hezbolá en Líbano, los ataques con drones lanzados por Ucrania contra instalaciones petroleras rusas y los ataques de hutíes a buques comerciales en el mar Rojo, han acrecentado la inquietud acerca de posibles interrupciones de oferta y han sostenido los precios del crudo. Los precios europeos del gas han disminuido un 5,5 % pese a que las interrupciones de suministro en Noruega han intensificado la volatilidad del mercado. En general, la volatilidad del mercado del gas parece estar estabilizándose en niveles medios históricos, ya que Europa ha conseguido asegurarse el suministro de fuentes alternativas y los niveles de almacenamiento de gas siguen siendo elevados. Se espera que las sanciones de la UE que prohíben las reexportaciones de gas natural licuado ruso a través de puertos de la UE tengan un impacto modesto en el mercado gasista, dado que no afectan directamente a las importaciones de la UE y los volúmenes transbordados de gas ruso son relativamente reducidos. Los precios de los metales han descendido ligeramente, mientras que los de los alimentos han caído en torno a un 7 %, gracias a las noticias positivas por el lado de la oferta en cuanto a las cosechas de trigo y a la moderación continuada de los precios del cacao.

### En Estados Unidos, el dinamismo tanto de la actividad como de la inflación se ha moderado.

El gasto real en consumo se revisó a la baja para el primer trimestre

de este año, y los datos mensuales más recientes sugieren que el avance del consumo podría ser igualmente débil en el segundo trimestre. Esta evolución implica una ralentización significativa con respecto al ritmo registrado en el segundo semestre de 2023. Además, en junio se crearon 206.000 puestos de trabajo en el sector no agrícola, lo que dio lugar a una desaceleración notable en el segundo trimestre en relación con el primero y confirmó que el mercado de trabajo estadounidense se está enfriando. El crecimiento del salario medio por hora también ha disminuido sustancialmente desde el máximo alcanzado en marzo de 2022, pero su nivel del 3,9 % sigue siendo incompatible con el objetivo de inflación del 2 %, como han señalado representantes de la Reserva Federal. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta el 3 % en junio, mientras que la inflación subyacente cayó levemente y se situó en el 3,3 %. El impulso inflacionario también se debilitó, lo que se observó, sobre todo, en los precios de los servicios, excluidos los alquileres, que habían sido un determinante fundamental de la elevada inflación a principios del año. En su reunión de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo del tipo de interés de los fondos federales en el 5,25 %-5,5 %. En sus proyecciones económicas de junio, el Comité no cambió sus perspectivas de ralentización gradual del crecimiento del PIB, pero elevó ligeramente sus previsiones de inflación general y subyacente para 2024 y 2025, y dejó inalterada su expectativa de alcanzar su objetivo de inflación antes del final de 2026.

**En China, el crecimiento económico se está moderando por la persistencia de las debilidades subyacentes.** El avance del PIB real se ralentizó de forma acusada, hasta el 0,7 % en tasa intertrimestral, desde el 1,5 % del primer trimestre de 2024, ya que la desaceleración del sector inmobiliario ha sido un lastre para el gasto en consumo y el impulso fiscal procedente del programa de estímulo de finales de 2023 se ha disipado. El dato publicado fue algo inferior a las expectativas del consenso de los mercados. En términos interanuales, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 4,7 %, desde el 5,3 % registrado en el primer trimestre. Además, los indicadores mensuales de actividad correspondientes a junio mostraron un desplome de las ventas del comercio minorista y una moderación adicional de la producción industrial, lo que en ambos casos señala que el ritmo de avance continuaba desacelerándose al final del segundo trimestre. Las exportaciones han sido el único motor del crecimiento, lo que sugiere que el efecto de los aranceles propuestos por la UE a las exportaciones chinas será limitado. Un nuevo paquete de apoyo al mercado de la vivienda marca un cambio de política, aunque aún no se puede apreciar su impacto en la actividad inmobiliaria. De cara al futuro, se espera que el mercado inmobiliario continúe frenando el crecimiento, con un riesgo potencial al alza derivado de las nuevas medidas adoptadas por las autoridades.

**En el Reino Unido, el crecimiento repuntó de nuevo, mientras que la inflación se redujo hasta el 2 %.** Tras estancarse en abril, la actividad económica creció un 0,4 % en tasa intermensual en mayo. La expansión fue especialmente vigorosa en los servicios, aunque la producción industrial y la construcción también crecieron. En conjunto, prevalece la resistencia del consumo ante unas condiciones monetarias persistentemente restrictivas. La inflación general medida por el IPC descendió hasta el 2 % en mayo. Los precios de la energía siguen presionando a la baja la inflación, pero se espera que, a medida que desaparezcan los efectos de base en el

segundo semestre del año, la inflación general aumente de nuevo. La tasa de variación de los precios de los servicios permaneció estancada en niveles elevados. Contrariamente a las expectativas, el ritmo de avance de los precios de los servicios y de los salarios ha vuelto a repuntar recientemente. Es probable que esto refleje, en parte, la subida del salario mínimo en abril, así como la capacidad de resistencia de la actividad. La persistencia de la inflación de los servicios fue uno de los motivos por los que el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra continuó siendo cauteloso en su reunión de junio y mantuvo sin variación el tipo de interés oficial en el 5,25 %.

## 2 Actividad económica

*El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024. Este repunte del crecimiento, tras cinco trimestres de actividad prácticamente estancada, estuvo impulsado por los servicios, mientras que el valor añadido de la industria experimentó una contracción. Los indicadores más recientes, como los procedentes de las encuestas, apuntan a la continuación de la expansión basada en los servicios en el segundo trimestre. Habida cuenta de la debilidad de los datos de producción industrial publicados hasta mayo, es probable que el sector manufacturero siguiera lastrando el crecimiento. Los datos de las encuestas sugieren que, en la industria, la producción continúa siendo débil, ya que está más expuesta a la política monetaria aún restrictiva y a la incertidumbre existente a escala mundial. En conjunto, se espera que la economía de la zona del euro siga recuperándose a lo largo de este año y que se vea respaldada principalmente por el consumo, impulsado por el aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación y de la subida de los salarios nominales. Además, se prevé que las exportaciones se beneficien de la mejora de la demanda mundial en los próximos trimestres, aunque los problemas de competitividad exterior representan un posible riesgo a la baja. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.*

**El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024.** La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la aportación de la demanda interna y de la variación de existencias fue negativa (gráfico 3). Si se excluye la caída acusada de la inversión sin construcción en Irlanda, se estima que la contribución de la demanda interna habría sido ligeramente positiva. La recuperación de la actividad económica se vio impulsada por el valor añadido de los servicios.

**La actividad económica siguió creciendo a un ritmo similar en el segundo trimestre<sup>2</sup>.** Los últimos datos sugieren que, en ese trimestre, es probable que el avance del PIB real continuara estando impulsado por los servicios. La producción industrial experimentó una fuerte contracción en mayo, y los niveles de los dos primeros meses del segundo trimestre no variaron con respecto al primer trimestre. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó en 51,6 en el segundo trimestre, frente a un valor de 49,2 en el primero, lo que señala un crecimiento positivo y la continuación del movimiento al alza que comenzó a finales de 2023. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en el segundo trimestre y los datos correspondientes a junio mostraron una reversión de los avances de abril y mayo. Los PMI de nuevos pedidos totales y de nuevos pedidos exteriores registraron niveles igualmente reducidos y, dado su contenido más prospectivo, también apuntan a la debilidad del sector manufacturero en el tercer trimestre (panel a del gráfico 4). En cambio, el PMI de actividad de los servicios permaneció en terreno expansivo en el segundo trimestre, pese a descender ligeramente en junio (panel b del gráfico 4). Además, en

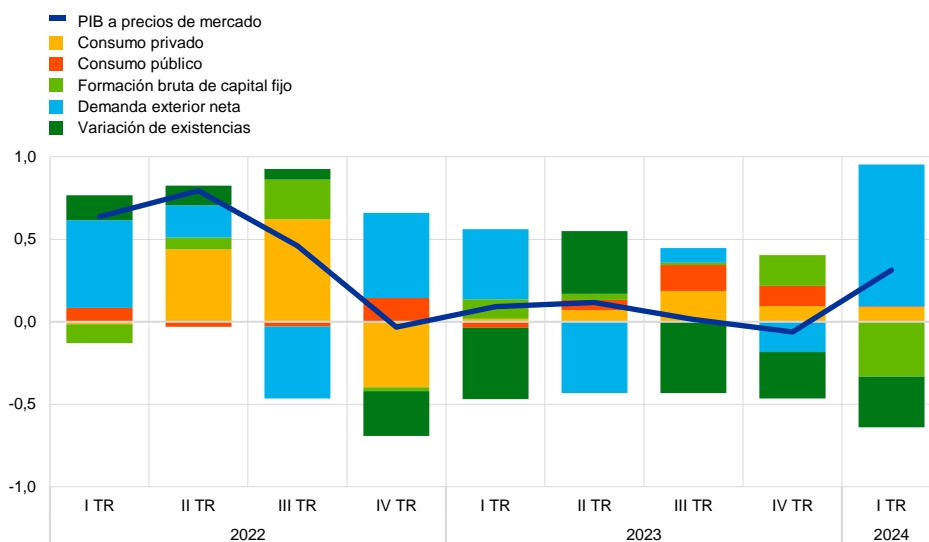
<sup>2</sup> Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3 % en el segundo trimestre del año. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio.

abril, la actividad de este sector se situó un 0,7 % por encima de su nivel del primer trimestre.

### Gráfico 3

#### PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

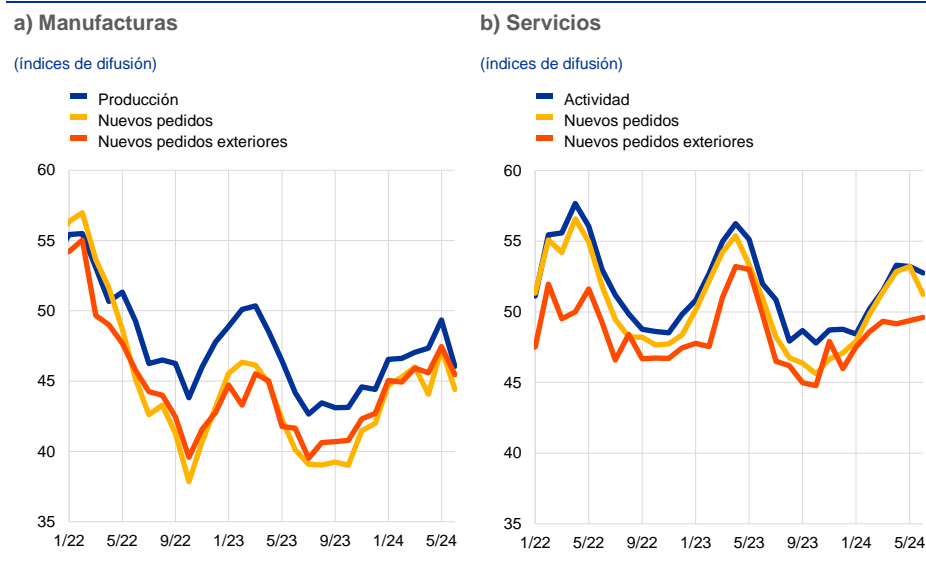
#### Los datos de encuestas prospectivas apuntan a la persistencia de la fortaleza de los servicios en el tercer trimestre de 2024.

Los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes a junio sugieren que la demanda esperada de servicios intensivos en contacto en los tres próximos meses seguirá siendo vigorosa, sobre todo en los servicios de turismo y viajes. Los resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras confirman este panorama, ya que las empresas mencionaron una temporada turística fuerte e indicios crecientes de una modesta recuperación impulsada por el consumo (véase recuadro 4). Al mismo tiempo, las señales que apuntan a que la debilidad del sector manufacturero ha tocado fondo son dispares. En junio, la confianza de la industria se mantuvo estable, en general, dado que las expectativas de producción de las empresas a tres meses vista y su valoración de las carteras de pedidos prácticamente no variaron. Sin embargo, las encuestas de opinión empresarial que realiza la Comisión Europea indican que un mayor número de empresas informan de niveles de existencias de productos terminados por encima de lo normal, lo que sugiere que la demanda de bienes continúa siendo reducida. Asimismo, la valoración del BCE de los resultados principales de sus contactos recientes con sociedades no financieras apunta a que la actividad agregada de las manufacturas habría tocado fondo (véase recuadro 4). De cara al futuro, las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica seguirán actuando de freno del sector manufacturero. Con todo, subsisten factores positivos que respaldan la recuperación de la actividad económica, como el continuo fortalecimiento de las rentas reales en un contexto de descenso de la inflación y de mercado laboral favorable, el creciente dinamismo de los servicios y la esperada

desaparición gradual del lastre de la política monetaria sobre la demanda con el paso del tiempo.

#### Gráfico 4

##### PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

#### El empleo continúa aumentando, gracias al crecimiento de la población activa.

El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024 (gráfico 5). La productividad del trabajo prácticamente no varió, ya que el empleo y las horas trabajadas crecieron al mismo ritmo que el PIB<sup>3</sup>. La población activa implícita, que se infiere de la tasa de paro y del número de desempleados, registró un alza del 0,5 % en el período del año transcurrido hasta mayo, y ha constituido una fuente importante de expansión del empleo. La tasa de paro se situó en el 6,4 % en mayo, sin variación con respecto a abril, y permanece en su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de empleo se mantiene en niveles elevados, aunque la tasa de vacantes descendió ligeramente en el primer trimestre de 2024 hasta situarse en el 2,8 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

#### Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento continuado del empleo en el segundo trimestre de 2024.

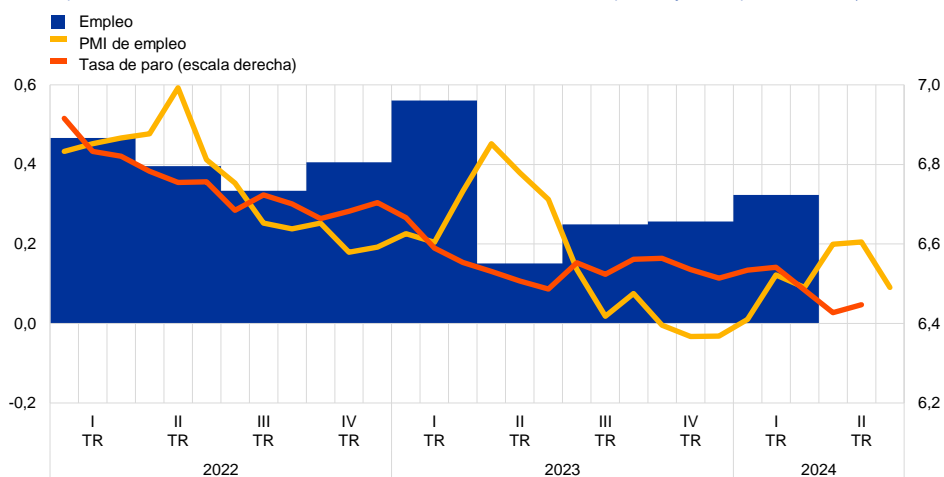
El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 50,9 en junio, desde un valor de 52,1 en mayo. La media del segundo trimestre se sitúa en 51,7, lo que sugiere un nuevo avance del empleo (gráfico 5). La percepción positiva de la expansión del empleo se ha visto impulsada por los servicios, ya que la construcción y las manufacturas permanecen en terreno contractivo.

<sup>3</sup> Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro» en este *Boletín Económico*.

## Gráfico 5

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el empleo, a junio de 2024 para el PMI de empleo y a mayo de 2024 para la tasa de paro.

### El crecimiento del consumo privado seguía siendo modesto a principios de 2024, pero las encuestas apuntan a un fortalecimiento de la dinámica de gasto de los hogares.

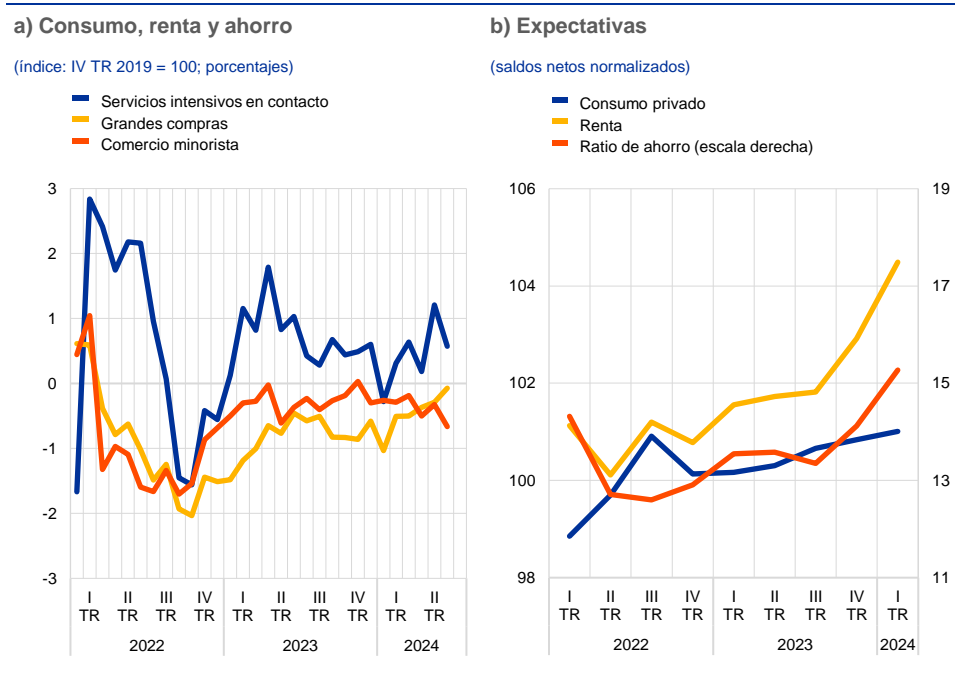
El consumo privado creció un 0,2 % en el primer trimestre, respaldado por un repunte del consumo de bienes, tras mostrar una evolución muy débil en 2023. La renta real disponible aumentó en el primer trimestre de 2024, apoyada en el descenso de la inflación y en el sólido crecimiento de los salarios nominales, en un contexto de resiliencia del mercado de trabajo. La ratio de ahorro de los hogares se incrementó hasta el 15,3 % en dicho trimestre (panel a del gráfico 6), ya que los aumentos de renta se produjeron en un entorno de incertidumbre todavía elevada y de condiciones de financiación restrictivas, que incluyeron un endurecimiento de los criterios de concesión del crédito para consumo. Los últimos datos cuantitativos disponibles para el segundo trimestre arrojan señales dispares sobre el dinamismo del consumo de bienes, dado que la cifra de negocios del comercio minorista creció un 0,3 %, pero las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 3,7 % en abril y mayo con respecto a los niveles del primer trimestre. Las encuestas sugieren que el crecimiento del gasto de los hogares se fortalecerá a corto plazo. En junio, el indicador de incertidumbre de los consumidores que elabora la Comisión Europea descendió y el de confianza de los consumidores mejoró. Con todo, este último aún permanece por debajo de su media previa a la pandemia, lo que refleja la debilidad de las expectativas sobre la economía y la propia situación financiera de los hogares. Las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto en los tres próximos meses se mantienen en niveles elevados, mientras que las de gasto en grandes compras de los consumidores en los doce próximos meses se han recuperado hasta situarse en su media anterior a la pandemia (panel b del gráfico 6). Esta evidencia de una reducción esperada de la divergencia entre los bienes de consumo y los servicios se ve respaldada por los resultados de la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indican que la



propensión al gasto en grandes compras en los doce próximos meses está aumentando, mientras que la demanda esperada de servicios turísticos sigue siendo elevada.

### Gráfico 6

Consumo privado, renta y ahorro; expectativas sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y el gasto en grandes compras



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la renta se refiere a la renta real disponible ajustada y la ratio de ahorro de los hogares en porcentaje de dicha renta. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes; la primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019, por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras dos series corresponden al período 1999-2019; «servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el consumo privado y a junio de 2024 para las expectativas sobre los servicios intensivos en contacto, el comercio minorista y el gasto en grandes compras.

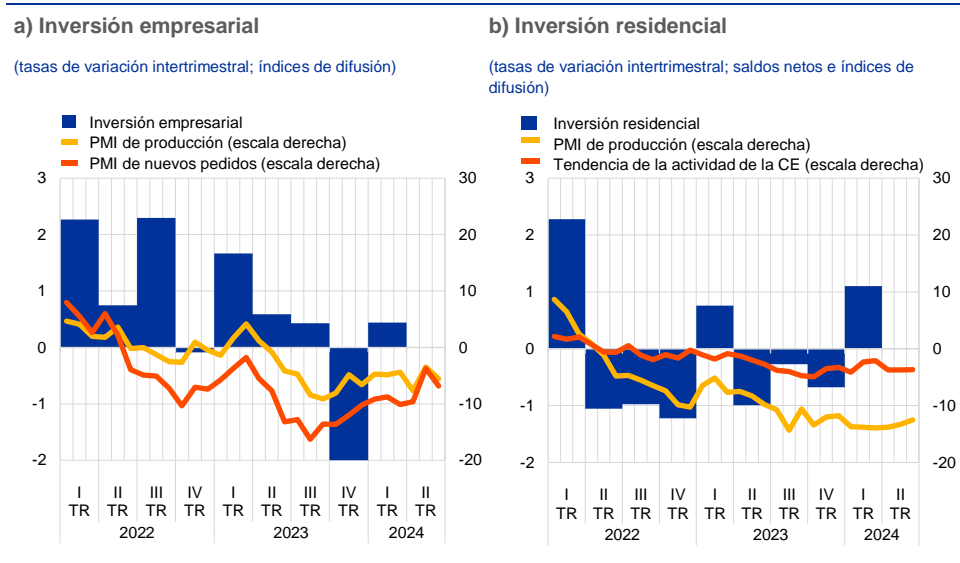
### La inversión empresarial aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2024, y los indicadores coyunturales y las encuestas apuntan a una dinámica contenida durante el resto de 2024 (panel a del gráfico 7).

La inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) registró un crecimiento intertrimestral del 0,5 % en el primer trimestre de 2024, recuperando en torno al 25 % de la caída del cuarto trimestre de 2023. Por activos, la inversión tanto en maquinaria y equipo como en intangibles ha contribuido positivamente a la inversión empresarial desde la pandemia. En cambio, según los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras, la inversión en material de transporte se ha visto frenada por la continua incertidumbre en torno a la transición verde y la reducción observada en sectores intensivos en energía (véase recuadro 4). Los PMI de producción y de nuevos pedidos del sector de bienes de equipo en el segundo trimestre apuntan a la persistente debilidad de esta categoría de inversión empresarial. La reciente encuesta del BCE sobre préstamos bancarios y su encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro seguían indicando unas condiciones de financiación restrictivas en el segundo

trimestre. La información obtenida de los contactos del BCE con las empresas sugiere que estas continúan invirtiendo en medidas de ahorro de costes, en un contexto de escasez de mano de obra y de fuerte competencia a escala global. Sin embargo, esperan que la inversión se mantenga débil este año en un entorno de incertidumbre todavía elevada. Del mismo modo, la encuesta de inversión semestral de la Comisión Europea apunta a un crecimiento tenue de la inversión empresarial en 2024 (véase [recuadro 3](#)).

## Gráfico 7

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas representan las respuestas del sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para la inversión empresarial y a junio de 2024 para los PMI. 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 y especializada de dicha tendencia durante los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para la inversión residencial y a junio de 2024 para la encuesta de la Comisión Europea y los PMI.

### La inversión residencial repuntó en el primer trimestre de 2024, pero los indicadores cuantitativos y cualitativos sugieren que es probable que esta se haya contraído en el segundo trimestre (panel b del gráfico 7).

La inversión en vivienda aumentó un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, debido principalmente a los favorables efectos puntuales de unas condiciones meteorológicas suaves en Alemania y a los generosos incentivos fiscales aplicados en Italia. Sin embargo, los visados de obra nueva residencial se estabilizaron en niveles históricamente bajos, lo que apunta a que las presiones generadas por los proyectos pendientes eran limitadas. Además, en abril de 2024, la producción de la construcción de edificios y especializada se redujo un 0,4 % con respecto a su nivel medio en el primer trimestre del año. Asimismo, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses, se mantuvieron en terreno contractivo hasta junio. Esto último fue consecuencia, sobre todo, del deterioro de la demanda. En general, estos desarrollos sugieren que es probable que la inversión residencial haya descendido en el segundo trimestre. De cara al futuro, las

encuestas recientes del BCE apuntan a una moderación de su ritmo de caída. En la encuesta sobre las expectativas de los consumidores de mayo, las expectativas de los hogares en relación con el mercado de la vivienda seguían siendo débiles, pero más favorables que a finales de 2023, como muestra el mayor atractivo de la vivienda como buena inversión. En la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) de julio, las constructoras indicaron que la actividad continuaba falta de dinamismo, pero que se esperaba una recuperación en el segundo semestre de 2024. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio, se prevé una mejora de la dinámica de los criterios de concesión del crédito y de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

**Las exportaciones de la zona del euro se estancaron en abril de 2024, a pesar de la recuperación de la demanda externa.** Los pedidos exteriores del sector manufacturero siguieron disminuyendo de forma acusada en junio, mientras que los servicios mostraron más capacidad de resistencia y los pedidos exteriores se mantuvieron estables. El estancamiento del avance de las exportaciones está en consonancia con una tendencia más generalizada de caída de las cuotas de mercado de la zona del euro, acentuada por los cuellos de botella en la oferta y las perturbaciones de los precios energéticos, con un impacto más pronunciado en la zona del euro como consecuencia de su alto grado de integración en las cadenas globales de valor y la naturaleza interna de la perturbación del gas. Entretanto, el crecimiento de las importaciones ha mostrado signos de recuperación, con un incremento de las importaciones reales de bienes de fuera de la zona del euro del 0,9 % en abril (tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores), en un contexto de fortalecimiento del consumo interno. Los costes del transporte están volviendo a aumentar, sobre todo entre China y Europa, a medida que la demanda mundial se intensifica y las empresas adelantan sus pedidos navideños más de lo habitual debido a las disrupciones en la zona del mar Rojo y al mayor tiempo de transporte (véase [recuadro 4](#)). Pese a las actuales tensiones geopolíticas, no se ha observado una tendencia clara que indique un alejamiento de China como principal país proveedor (véase [recuadro 1](#)).

**En resumen, tras un inicio de año positivo, se espera que la actividad de la economía de la zona del euro continúe recuperándose a lo largo de 2024, a pesar de la persistente incertidumbre.** Las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica seguirán actuando de freno del sector manufacturero y, en consecuencia, de la inversión. Sin embargo, se espera que el descenso de la inflación y el vigoroso avance de los salarios sustenten nuevos aumentos de la renta real disponible y, por tanto, del consumo privado. Además, las exportaciones de la zona del euro deberían recuperarse en los próximos trimestres en paralelo a la mejora del crecimiento mundial. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

### 3 Precios y costes

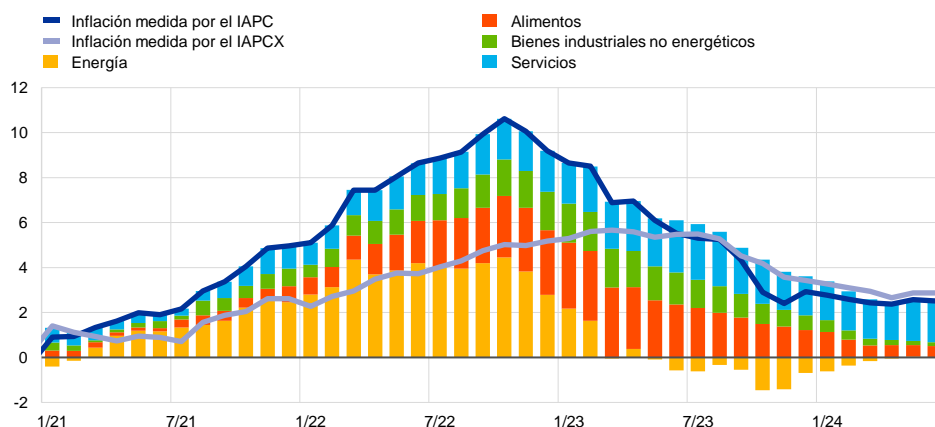
La inflación general de la zona del euro se situó en el 2,5 % en junio de 2024, frente al 2,6 % registrado en mayo. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, fue del 2,9 % en junio, por lo que no varió con respecto a mayo, pero se incrementó desde el 2,7 % de abril. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio. Las presiones inflacionistas internas se moderaron en el primer trimestre de 2024, lo que refleja un descenso mayor de lo esperado de los beneficios unitarios, mientras que el crecimiento de los salarios siguió siendo elevado. La mayor parte de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, al tiempo que los indicadores de las expectativas de inflación a más corto plazo se han reducido.

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), disminuyó hasta el 2,5 % en junio, desde el 2,6 % registrado en mayo (gráfico 8).** Esta disminución, que obedeció a la reducción de las tasas de inflación de los alimentos y de la energía, se produjo tras aumentar desde el 2,4 % observado en abril, y confirmó las expectativas anteriores de que la inflación fluctuaría en torno a los niveles actuales, en parte debido a efectos de base relacionados con la energía.

#### Gráfico 8

##### 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 junio de 2024.

**La tasa de variación de los precios de la energía se redujo desde el 0,3 % en mayo hasta el 0,2 % en junio, después de situarse en terreno positivo en mayo tras casi un año de niveles negativos.** Los principales factores determinantes de esta reducción fueron los precios del transporte y de los combustibles líquidos, que reflejan el descenso reciente de los precios del petróleo y una caída acusada de los márgenes de refino de la gasolina. Los precios de la electricidad y del gas aumentaron, pero continuaron contribuyendo negativamente a la inflación de la energía.

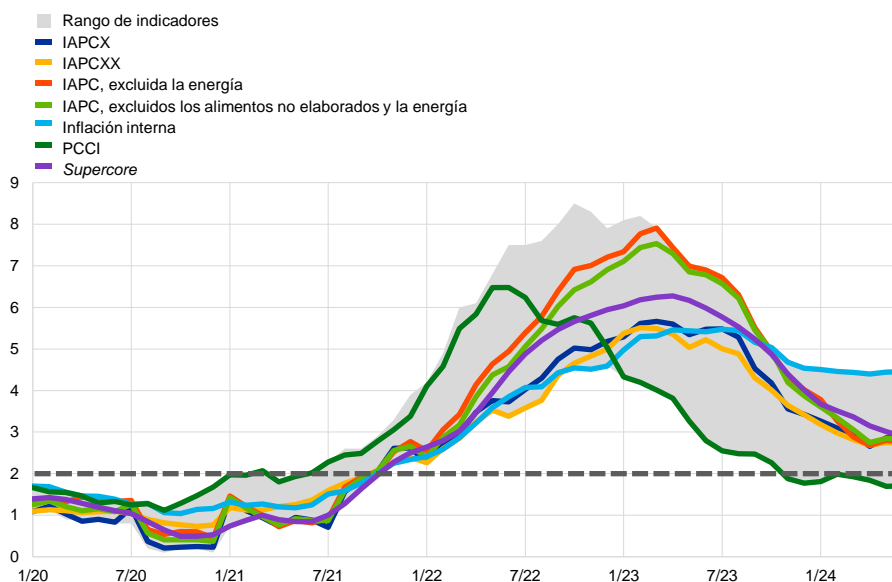
**La inflación de los alimentos volvió a disminuir y cayó hasta el 2,4 % en junio, desde el 2,6 % registrado en mayo.** Esta caída se debió, sobre todo, a la inflación de los alimentos no elaborados (1,3 % en junio, frente al 1,8 % de mayo). La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se redujo levemente en junio (hasta el 2,7 %, desde el 2,8 % de mayo). Esta reducción de la inflación interanual de los alimentos estuvo relacionada con un efecto de base a la baja asociado al fuerte encarecimiento de los alimentos no elaborados, un componente más volátil, un año antes.

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se situó en el 2,9 % en junio, sin variación con respecto a mayo y por encima del 2,7 % de abril (gráfico 9).** Por componentes, la inflación de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,7 % en mayo y en junio, frente al 0,9 % de abril. Este nivel es próximo a la media de largo plazo anterior a la pandemia (0,6 %), lo que sugiere que la desaparición gradual del impacto de las perturbaciones alcistas anteriores puede haber llegado a su fin. La tasa de variación de los precios de los servicios tampoco varió entre mayo y junio, y se situó en el 4,1 %, tras aumentar desde el 3,7 % registrado en abril. La persistencia relativamente mayor de la inflación de los servicios en comparación con la de los bienes es acorde con el fuerte avance de los salarios y el papel más destacado de los costes laborales en la producción de los servicios. Entretanto, los indicadores de la inflación subyacente mostraron una evolución dispar en mayo y en junio. La mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes repuntaron en mayo, pero algunos —como el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y 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)— volvieron a retroceder en junio. En cambio, la inflación interna se elevó ligeramente hasta el 4,5 % en junio, desde el 4,4 % de mayo, y se mantuvo elevada en la parte superior del rango de indicadores de la inflación subyacente. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») volvió a descender levemente, mientras que el PCCI (componente común y persistente de la inflación) permaneció en la parte inferior del rango, y se situó en el 1,7 % en junio, sin variación con respecto a mayo.

## Gráfico 9

### 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 junio de 2024.

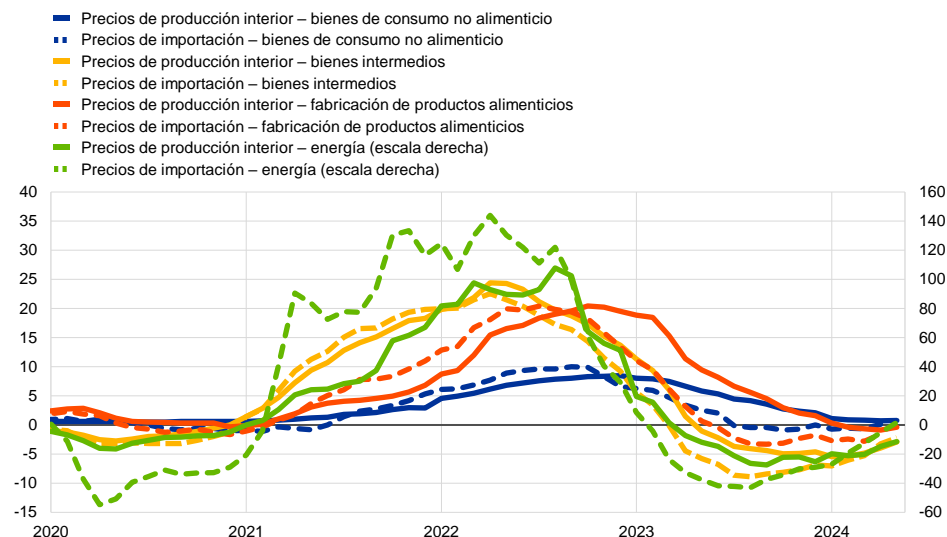
### La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes se mantuvieron en niveles reducidos, pero muestran indicios de haber tocado fondo (gráfico 10).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores todavía era negativa, pero menos que en el mes precedente (-2,9 % en mayo, frente al -3,9 % registrado en abril). En las fases posteriores de dicho proceso, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta el 0,8 % en mayo, desde el 0,7 % de abril, mientras que la del segmento de bienes de consumo alimenticio aumentó del -0,9 % al -0,4 % en ese mismo período. Por tanto, la relajación gradual de las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales parece haber llegado a su fin. La mayor parte de las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación de distintas categorías de bienes se han mantenido en niveles negativos, pero están aumentando. La tasa de avance interanual de los precios de importación de la energía se incrementó considerablemente hasta situarse en el 1,8 % en mayo, desde el -5,3 % de abril.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

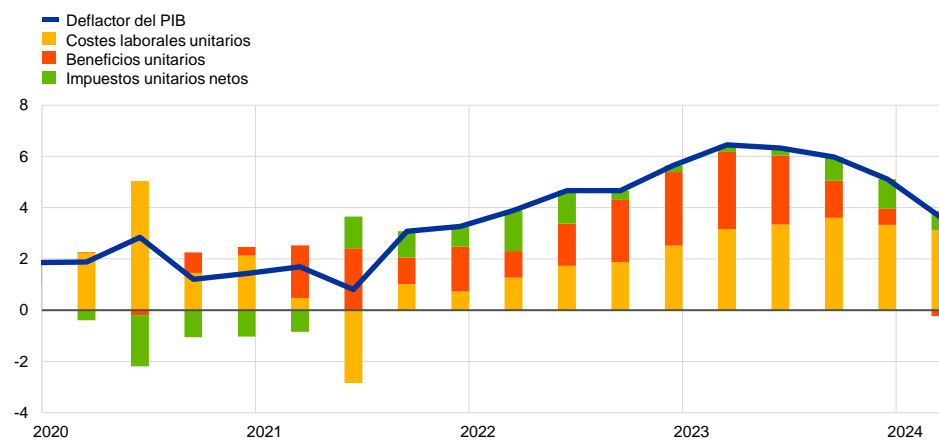
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y los precios de importación de la fabricación de productos alimenticios, y a mayo de 2024 para el resto.

**Según los datos disponibles cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio, las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta el 3,6 % en el primer trimestre de 2024, desde el 5,1 % registrado en el trimestre anterior, como consecuencia de la menor contribución de los costes laborales y de los beneficios (gráfico 11).** Tras alcanzar un máximo del 6,5 % en el primer trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB siguió descendiendo. El retroceso que experimentó en el primer trimestre de 2024 fue atribuible, fundamentalmente, al menor avance de los beneficios unitarios, cuya contribución cayó y se adentró en terreno negativo, hasta situarse en -0,2 puntos porcentuales, frente a 0,6 puntos porcentuales en el trimestre precedente. Asimismo, la aportación de los costes laborales unitarios continuó reduciéndose y se situó en 3,1 puntos porcentuales, frente a 3,3 puntos porcentuales en el trimestre anterior, lo que oculta un incremento moderado del crecimiento salarial que se compensó con creces con el mayor avance de la productividad (hasta el -0,6 % en el primer trimestre de 2024, frente al -1 % del trimestre precedente). En conjunto, los costes laborales siguen siendo los que más contribuyen a las presiones inflacionistas internas.

## Gráfico 11

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

### Las presiones salariales crecieron en el primer trimestre de 2024, y aunque se espera que descieran gradualmente, lo harán desde niveles elevados.

Los datos correspondientes al primer trimestre de 2024 muestran que la tasa de avance interanual de los salarios negociados aumentó hasta situarse en el 4,7 %, desde el 4,5 % registrado en el cuarto trimestre de 2023. El crecimiento de los salarios reales, según la información disponible en la fecha límite de recepción de datos y medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, se incrementó hasta situarse en el 5 % y el 5,4 % en el primer trimestre de 2024, respectivamente, desde el 4,9 % y el 4,7 % del cuarto trimestre de 2023. La diferencia entre el avance de los salarios reales y los negociados sugiere que la deriva salarial está influyendo de manera significativa<sup>4</sup>. El indicador de salarios de carácter prospectivo —que mide el crecimiento salarial de los contratos vigentes— es básicamente acorde con las expectativas de que, en 2024, los salarios negociados se incrementarán, en promedio, más que en 2023, pero se moderarán en 2025<sup>5</sup>.

### Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación apenas variaron y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 12).

Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de junio de 2024, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) permanecieron inalteradas en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC,

<sup>4</sup> La deriva salarial se refiere a la diferencia entre la tasa de crecimiento de los salarios brutos y la remuneración por asalariado y la tasa de avance de los salarios negociados.

<sup>5</sup> Para información más detallada sobre la metodología, véase L. Górnicka y G. Koester (eds.), «A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.



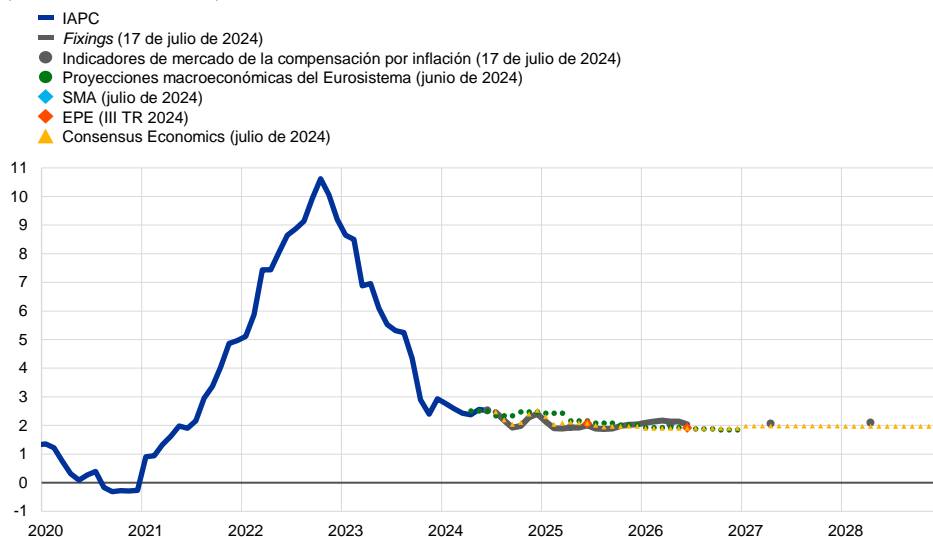
excluido el tabaco) apenas variaron, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %. Aunque estos indicadores de mercado de la compensación por inflación incluyen primas de riesgo de inflación y, por lo tanto, no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, las estimaciones basadas en modelos de estas expectativas, excluidas dichas primas, 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 se estabilice en el 2 % a partir de principios de 2025. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año disminuyó ligeramente durante el período analizado y se situó en el 2,1 %. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2024 se señaló que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había reducido considerablemente en junio, hasta el 4,5 %, desde el 4,9 % registrado en mayo. Por su parte, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 2,8 % desde mayo hasta junio, frente al 2,9 % de abril. Las expectativas de inflación a tres años vista descendieron hasta el 2,3 % en mayo y en junio, desde el 2,4 % de abril. Las expectativas de inflación a uno y tres años vista permanecieron por debajo de la tasa de inflación pasada percibida, lo que sugiere que se espera que el proceso de desinflación continúe.

## Gráfico 12

### Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

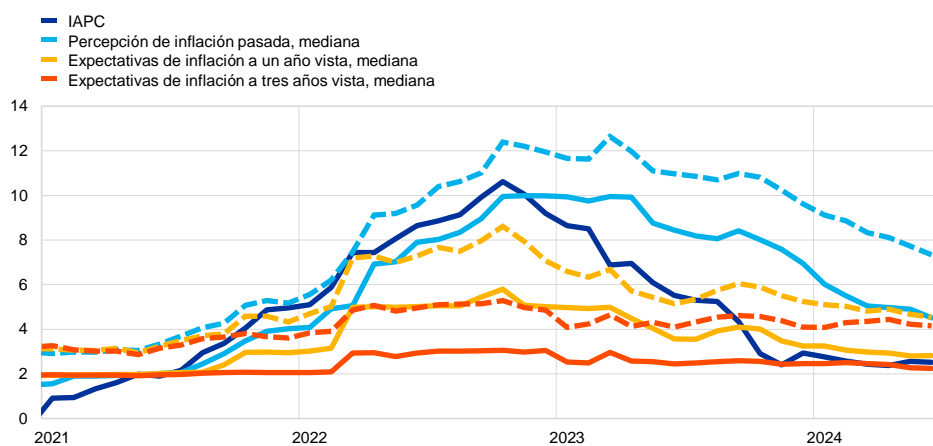
#### a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES, EPE, SMA, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024 y cálculos del BCE.

Notas: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 17 de julio de 2024. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2024 se realizó entre el 2 y el 5 de julio de 2024. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue julio de 2024. En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 15 de mayo de 2024. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

*Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, la evolución de los mercados financieros de la zona del euro reflejó las expectativas sobre la senda de la inflación y la posibilidad de nuevos recortes de los tipos de interés de la política monetaria en los próximos meses. En las semanas que siguieron a la decisión del Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos adoptada en su reunión de junio, la curva de tipos libres de riesgo de la zona del euro se desplazó a la baja, y los inversores descontaron nuevos recortes acumulados de 46 puntos básicos para el final de 2024. La volatilidad implícita en las opciones de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales se mantuvo en niveles elevados, aunque muy por debajo de los máximos alcanzados a finales de 2022 y a principios de 2023. Los movimientos observados en los mercados de deuda soberana de la zona del euro estuvieron determinados por las elecciones nacionales. Pese a la volatilidad inicial, gran parte de las variaciones que se registraron en los diferenciales soberanos habían revertido al final del período analizado. Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron tanto en el sector financiero como en el de sociedades no financieras, debido a una percepción del riesgo algo menos favorable en la zona. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se incrementaron en el segmento de alta rentabilidad y se mantuvieron prácticamente estables en las empresas de grado de inversión. En los mercados de divisas, el euro se apreció levemente frente al dólar estadounidense, al igual que su tipo de cambio efectivo.*

**Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio.** El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,7 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de junio. Entre el 6 de junio y el 17 de julio, el exceso de liquidez descendió en alrededor de 131 mm de euros, hasta una cifra de 3.071 mm de euros. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos, en junio, de fondos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y, en menor medida, de la reducción de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de esta cartera. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR, registró una caída de alrededor de 20 puntos básicos en los vencimientos a un año y de 26 puntos básicos en los vencimientos a dos años, lo que refleja, en general, expectativas de una relajación más sustancial de la política monetaria. A pesar del descenso general, en la primera parte del período analizado los mercados financieros descontaban un endurecimiento de la política monetaria. Estos movimientos revirtieron a raíz de la publicación de datos más moderados, en particular una tasa de inflación más baja de lo previsto en Estados Unidos en junio, así como del deterioro de la percepción del riesgo en Europa asociado a la incertidumbre política en Francia. La volatilidad implícita en las opciones de los tipos *forward* a corto plazo aumentó ligeramente, pero se mantuvo muy por debajo de los

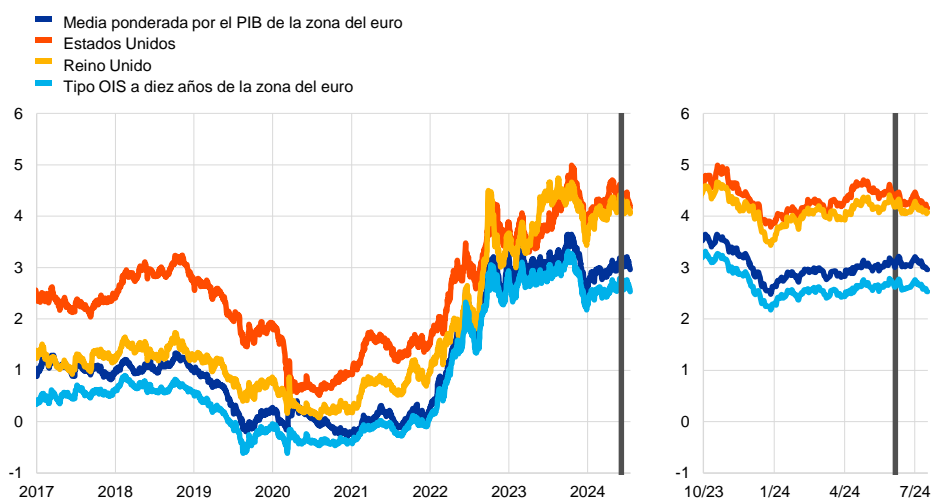
máximos alcanzados a finales de 2022 y a principios de 2023. Al final del período de referencia, los mercados habían descontado recortes acumulados de los tipos de unos 46 puntos básicos para el final de 2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado. Por ejemplo, el tipo de interés nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro se situó en el 2,5 % y finalizó el período analizado con un descenso total de 12 puntos básicos.

**Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo con respecto a los tipos libres de riesgo se incrementaron muy levemente en un contexto de incertidumbre política en Francia (gráfico 13).** Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situaba en el 3 %, 10 puntos básicos menos que al principio del período analizado, lo que implica que el diferencial con respecto al tipo libre de riesgo a diez años de la zona del euro prácticamente no varió, dado que solo aumentó 2 puntos básicos. Esta ampliación del diferencial ponderado por el PIB obedeció, en su mayor parte, a los movimientos registrados por el diferencial soberano francés con respecto al OIS, que se incrementó en 15 puntos básicos en el período analizado después de que el 9 de junio se anunciaran elecciones legislativas anticipadas. El aumento de los diferenciales soberanos de Francia, de hasta 22 puntos básicos, se contagió inicialmente a otros países de la zona del euro, mientras que el diferencial de la deuda soberana alemana se redujo como consecuencia de los desplazamientos de fondos hacia activos de mayor calidad. Al final del período de referencia, los movimientos observados en otras economías de la zona del euro habían revertido en general, ya que el diferencial soberano de Italia había retrocedido 3 puntos básicos, el de Alemania no había variado y los diferenciales de otros países mostraron una evolución similar sin apenas variaciones. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se redujo 13 puntos básicos y se situó en el 4,2 %, mientras que el del Reino Unido se amplió en 10 puntos básicos, hasta el 4,1 %.

### Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 17 de julio de 2024.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se incrementaron en el segmento de alta rentabilidad y se mantuvieron prácticamente estables en las empresas de grado de inversión.** Al final del período considerado, los diferenciales de las empresas de grado de inversión se habían incrementado solo un punto básico. En cambio, los diferenciales del segmento de alta rentabilidad de la zona del euro habían aumentado en 23 puntos básicos en un contexto de mayor aversión al riesgo, tanto en el sector financiero como en el de sociedades no financieras.

**Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron en el sector financiero y en el de sociedades no financieras, debido al deterioro de la percepción del riesgo en la zona.** Durante el período de referencia, los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron una caída del 3,4 %, a diferencia de sus equivalentes de Estados Unidos, que se anotaron una subida del 4,5 %. En términos netos, las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron un 4,4 %, mientras que las de los bancos y de otras entidades financieras de la zona disminuyeron un 0,8 % y un 1,2 %, respectivamente, y en Francia se vieron particularmente afectadas. En Estados Unidos, los precios de las acciones subieron en todos los sectores, con un aumento del 4 % en el caso de las sociedades no financieras, el 11,1 % en los bancos y el 7,5 % en otras entidades financieras.

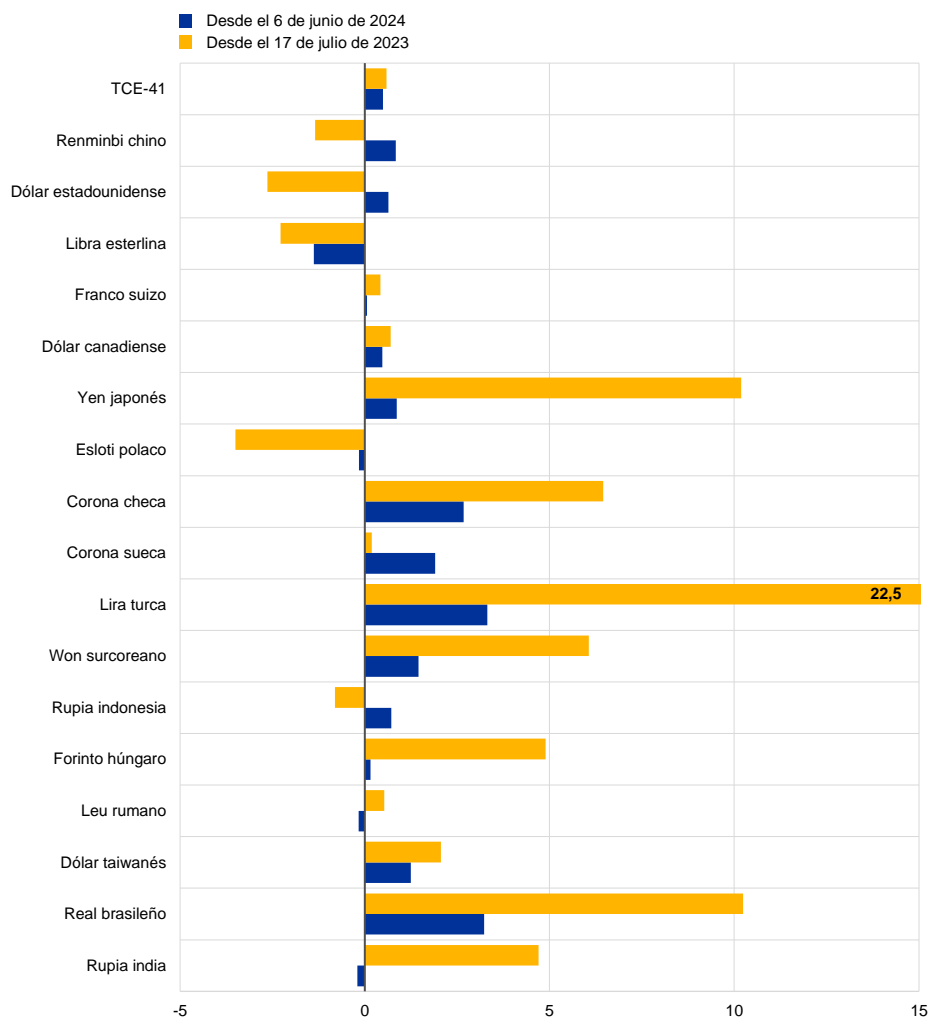
**El tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se apreció levemente (+0,6 %), al igual que el tipo de cambio efectivo (+0,5 %) (gráfico 14).** Al comienzo del período considerado, el dólar estadounidense se fortaleció en términos nominales hasta alcanzar los niveles de octubre de 2023. Esta evolución se vio respaldada por un mercado de trabajo todavía resiliente y por el resultado de

la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de junio, cuyo tono se percibió como (ligeramente) restrictivo. Al mismo tiempo, los datos menos favorables de lo esperado correspondientes a los índices de precios de consumo publicados en mayo y en junio moderaron la evolución del dólar (que en total se había depreciado un 0,6 % al final del período analizado). 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 ligeramente (+0,5 %). La moneda única se depreció frente a la libra esterlina (-1,4 %), dadas las menores expectativas de que el Banco de Inglaterra recortase los tipos de interés en verano. En cambio, el euro se apreció frente al renminbi chino (+0,8 %) y también siguió fortaleciéndose frente a la corona sueca (+1,9 %) y al dólar canadiense (+0,5 %), lo que en este último caso se vio favorecido por la reducción de los tipos de interés por parte del Banco de Canadá en junio. Por último, la moneda única se apreció frente al yen japonés (+0,9 %). La moneda japonesa se situó en un mínimo de 30 años frente al dólar estadounidense durante el período analizado, pero se apreció notablemente el 11 y el 12 de julio, a raíz de lo que, según sospecharon los participantes en los mercados, eran intervenciones en el mercado de divisas.

### Gráfico 14

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 17 de julio de 2024.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*En mayo de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron en niveles elevados. Las tasas de crecimiento del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecieron estables en niveles próximos a cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija disminuyó, mientras que el de la financiación mediante acciones se incrementó. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2024, los criterios de aprobación del crédito se endurecieron ligeramente en el segundo trimestre del año, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios experimentaron una relajación moderada. La demanda de préstamos de las empresas cayó levemente, mientras que la demanda de hipotecas de los hogares se incrementó por primera vez desde principios de 2022. Según la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), menos empresas de la zona del euro indicaron que las condiciones de financiación se habían endurecido en el segundo trimestre en comparación con el primero. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente, apoyada en las entradas netas del exterior.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados en términos históricos.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se mantuvo sin variación en mayo, en el 2,07 % (panel a del gráfico 15). La rentabilidad de los bonos bancarios permaneció básicamente estable entre mayo y julio (panel b del gráfico 15), pese al aumento de los diferenciales de estos instrumentos debido a la mayor incertidumbre política acerca de los resultados de las elecciones europeas y francesas. Los tipos de interés agregados de los depósitos, que representan la mayor parte de los costes de financiación de las entidades de crédito, se mantuvieron inalterados en general en mayo, aunque esta evolución enmascara una heterogeneidad considerable entre países. Los tipos de interés de los depósitos a plazo se redujeron marginalmente, mientras que los de los depósitos a la vista apenas variaron, lo que dio lugar a un ligero estrechamiento del amplio diferencial de tipos entre ambos instrumentos. Los tipos de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses permanecieron constantes, mientras que los aplicados a los depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses aumentaron levemente.

**Las operaciones de financiación del banco central continuaron disminuyendo paulatinamente, lo que contribuyó a aumentar los costes de financiación de las entidades de crédito.** Las entidades han realizado reembolsos adicionales (tanto obligatorios como voluntarios) de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). El 26 de junio de 2024 se reembolsaron 64,5 mm de euros de la tercera serie de operaciones (TLTRO III). Desde la recalibración de las condiciones de las



TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han reembolsado un importe total de 2.037 mm de euros de la financiación obtenida en estas operaciones, lo que supone una reducción de los saldos vivos del 96 %<sup>6</sup>. En un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos, las entidades han incrementado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de interés de los depósitos y de los tipos oficiales.

**Los balances de las entidades de crédito han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico y a la mayor incertidumbre.** En el primer trimestre de 2024, las entidades siguieron mejorando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1), asegurando un sistema bancario bien capitalizado capaz de satisfacer de forma sostenible las necesidades de crédito de la economía real. La rentabilidad bancaria continuó siendo elevada en el primer trimestre, en un entorno de niveles todavía relativamente bajos de las provisiones para insolvencias y de amplios márgenes de intermediación. Sin embargo, los márgenes crédito-depósito de las nuevas operaciones y los saldos vivos descendieron progresivamente hasta mayo, desde los máximos observados a mediados de 2023. Los préstamos dudosos siguieron incrementándose gradualmente desde los bajos niveles registrados en el primer trimestre del año. El número de insolvencias empresariales y la proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*), especialmente de las empresas pequeñas, se elevaron ligeramente, lo que apunta a nuevos aumentos de los préstamos dudosos, a un deterioro de la calidad de los activos y a mayores costes de provisiones para las entidades de crédito en el futuro.

---

<sup>6</sup> Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», *nota de prensa*, BCE, 27 de octubre de 2022.

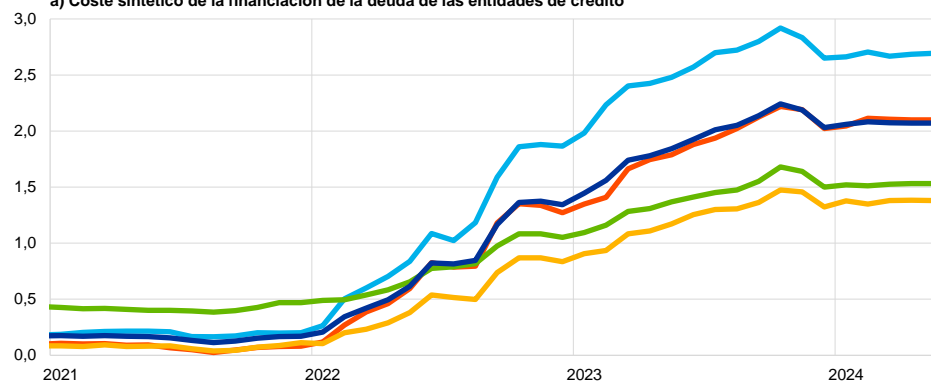
## Gráfico 15

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

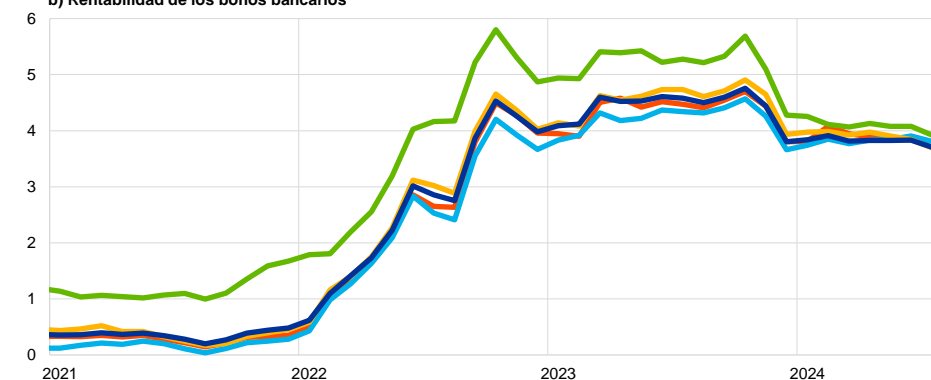
(porcentajes)



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*. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 17 de julio de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

**Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares se mantuvieron en niveles elevados.** En mayo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas se situaron en el 5,10 %, un descenso con respecto al 5,18 % observado el mes anterior y por debajo del máximo del 5,27 % alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 16), en un entorno de heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. La disminución registrada en mayo fue más acusada en el caso de los préstamos con cortos períodos de fijación de los tipos (hasta un año), mientras que los tipos de los préstamos con períodos de fijación más largos aumentaron ligeramente. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro sigue siendo reducido, pero se incrementó en 0,43 puntos porcentuales en mayo en comparación con abril, cuando registró el nivel más bajo desde la pandemia, y refleja los tipos

más reducidos aplicados a los segundos y los tipos más altos aplicados a los primeros. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda no variaron por tercer mes consecutivo y se situaron en el 3,80 % en mayo, un nivel que sigue siendo elevado en términos históricos, pero inferior al máximo del 4,02 % observado en noviembre de 2023 (gráfico 16). Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para consumo repuntaron en mayo y mostraron señales de estabilización en niveles altos, en un entorno de cierta volatilidad, mientras que los tipos de los préstamos a empresarios individuales permanecieron estables.

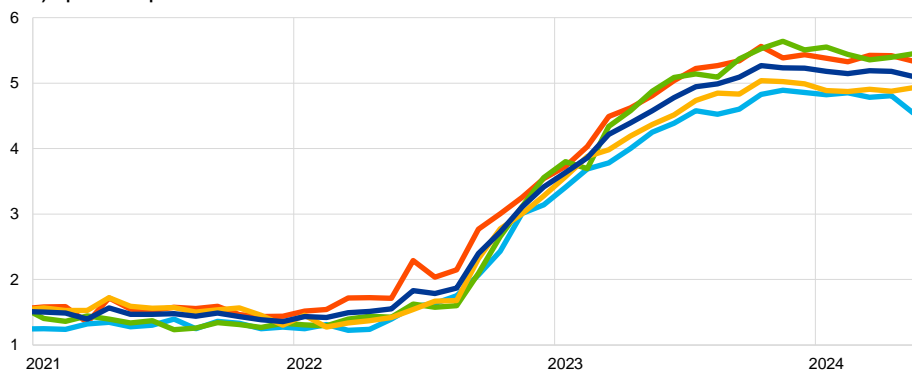
### Gráfico 16

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

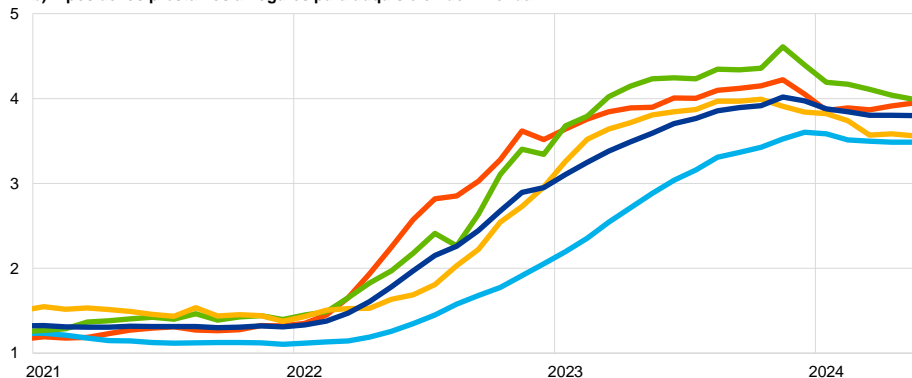
(porcentajes)

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

#### a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

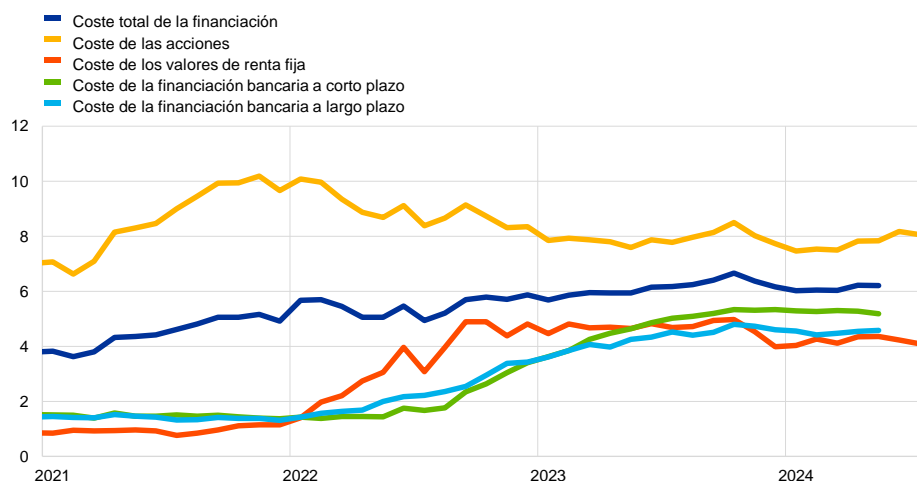
**En el período comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija disminuyó, mientras que el de su financiación mediante acciones se incrementó.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta

fija y las acciones— se mantuvo en el 6,2 % en mayo, prácticamente sin variación con respecto al nivel registrado en abril y por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 17)<sup>7</sup>. Ninguno de los componentes del coste mostró un cambio significativo, excepto por el coste de los préstamos bancarios, que experimentó un descenso en las operaciones a corto plazo y un aumento marginal en las de vencimiento superior a un año. Los datos diarios correspondientes al período entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024 confirman una caída del coste de los valores de renta fija, debido a que la disminución del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) no se vio compensado por el aumento marginal de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF, especialmente en los segmentos de alta rentabilidad. A pesar del retroceso del tipo de interés libre de riesgo, el coste de las acciones se incrementó en el mismo período, reflejando un ascenso significativo de la prima de riesgo.

### Gráfico 17

#### 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 17 de julio de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a mayo de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

**En mayo de 2024, las tasas de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecieron estables en niveles próximos a cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos.** Los préstamos concedidos a las SNF y a los hogares crecieron a tasas interanuales del 0,3 % en mayo, algo por encima del 0,2 % observado en abril en ambos sectores (gráfico 18). Estas tasas de avance interanual han fluctuado en torno a estos niveles bajos desde principios de 2024. La persistente debilidad del

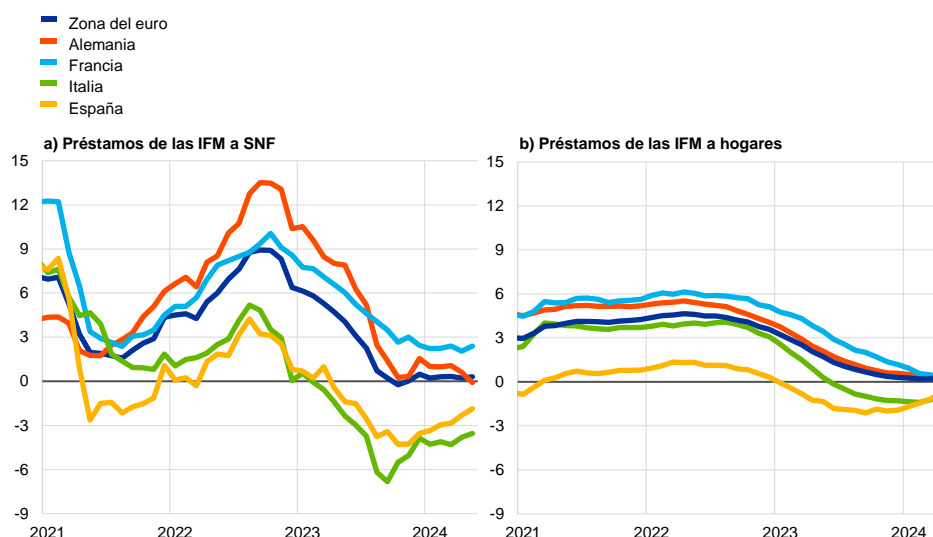
<sup>7</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta mayo de 2024.

crecimiento de los préstamos refleja la falta de dinamismo del crédito registrada desde principios de 2023 a causa de la atonía de la demanda agregada, de unos criterios de concesión restrictivos y del impacto moderador del endurecimiento de la política monetaria como consecuencia de las subidas de los tipos de interés de los préstamos. El avance del crédito hipotecario continuó siendo tenue, mientras que el crédito para consumo mantuvo una resiliencia relativa y los préstamos para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales, siguieron contrayéndose, aunque a un ritmo menor. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de mayo de 2024 mostraron que un porcentaje neto todavía elevado de encuestados, aunque cada vez menor, señalaba que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes.

### Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de 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*). Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

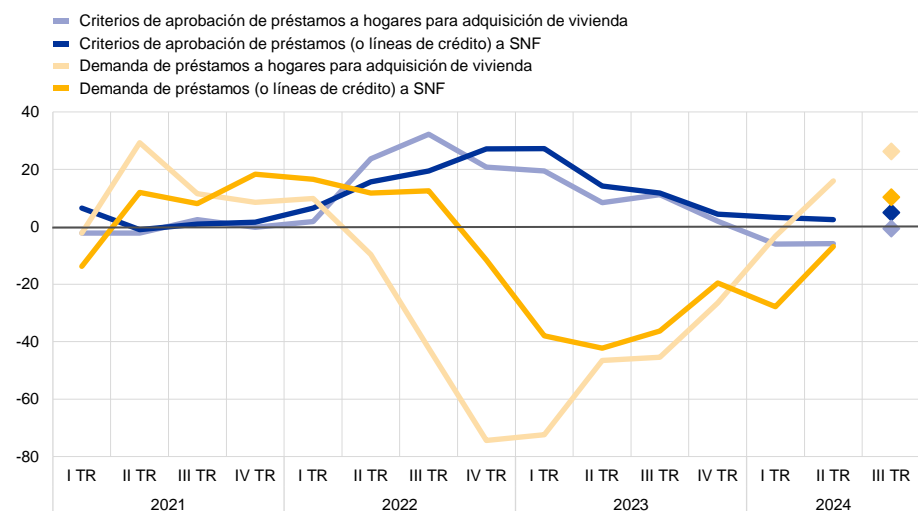
**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2024, las entidades de crédito señalaron que se había producido un ligero endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y una nueva relajación moderada de los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el segundo trimestre de 2024 (gráfico 19).** El endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas, que se vio acompañado de un aumento adicional del porcentaje de solicitudes denegadas, se sumó al sustancial endurecimiento acumulado observado desde 2022. La tolerancia al riesgo de las entidades de crédito fue el principal factor determinante del endurecimiento neto, mientras que su percepción de riesgos fue menos relevante que durante el ciclo de subidas de tipos. En Francia y en Alemania se indicó un endurecimiento neto de los criterios de aprobación, mientras que solo

los bancos italianos señalaron una relajación neta. Las entidades también indicaron un aumento de las tasas de solicitudes de crédito denegadas y un endurecimiento adicional de los criterios de concesión del crédito para consumo, debido fundamentalmente a la percepción de riesgos asociada a las perspectivas económicas y a la solvencia de los prestatarios. La relajación de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinada por las presiones competitivas y coincidió con una disminución del porcentaje de solicitudes denegadas. Las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas experimenten un nuevo endurecimiento moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan prácticamente sin variación en el tercer trimestre de 2024.

### Gráfico 19

#### Evolución de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024.

#### Las entidades de crédito señalaron una disminución adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas y un aumento de la procedente de los hogares en el segundo trimestre de 2024.

El descenso de la demanda de préstamos a empresas, que fue sustancialmente menor que en el trimestre anterior, se debió sobre todo a los elevados tipos de interés y a la debilidad de la inversión en capital fijo, aunque también hubo una ligera contribución positiva de las existencias y del capital circulante. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo se incrementó por primera vez desde mediados de 2022 como consecuencia, principalmente, de la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda, de la confianza de los consumidores y del gasto en bienes duraderos. El repunte de la demanda neta de préstamos para adquisición de

vivienda fue más débil de lo que las entidades habían esperado en el trimestre anterior, pero más intenso en el caso del crédito para consumo. Para el tercer trimestre de 2024, las entidades prevén un crecimiento moderado de la demanda de préstamos a empresas que, si se materializara, sería el primero observado desde el tercer trimestre de 2022. Además, esperan un aumento de la demanda de préstamos a hogares, que será sustancialmente más elevada en el caso de los destinados a adquisición de vivienda que en el del crédito para consumo.

**Según las entidades encuestadas, el acceso a la financiación mejoró en la mayoría de los segmentos del mercado, pero se espera que se deteriore en todos ellos en el tercer trimestre de 2024.** El acceso de las entidades de crédito a la financiación mejoró en los mercados de valores de renta fija y, en menor medida, en los mercados monetarios. El acceso a la financiación minorista se mantuvo casi sin variación en general, pero siguió deteriorándose ligeramente en el caso de la financiación a corto plazo. El deterioro del acceso a la financiación previsto para el tercer trimestre de 2024 estuvo impulsado por los bancos franceses, lo que podría deberse a la mayor incertidumbre política dado que la encuesta se llevó a cabo después del anuncio de elecciones legislativas anticipadas en Francia, pero antes de que se celebrara la primera ronda de dichas elecciones.

**El riesgo de crédito percibido en las carteras de préstamos de las entidades propició un endurecimiento moderado de las condiciones aplicadas a los préstamos en la primera mitad de 2024, mientras que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas mostraron cierta heterogeneidad entre sectores económicos, con un fuerte endurecimiento en el sector inmobiliario comercial.** Las entidades señalaron que los ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo en la primera mitad de 2024, y habían tenido un efecto básicamente neutral en los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda. Como en el pasado, el aumento de la percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo de los bancos, así como la mayor presión procedente de los requerimientos supervisores o regulatorios, fueron los principales factores que explican la contribución de los ratios de préstamos dudosos al endurecimiento de las condiciones de los préstamos. Los criterios de concesión aplicados a las empresas se endurecieron de nuevo en todos los sectores económicos en la primera mitad de 2024, siendo este endurecimiento neto desde muy ligero en los servicios y las manufacturas hasta relativamente significativo en el sector inmobiliario comercial. Las entidades también señalaron una disminución neta de la demanda de préstamos y líneas de crédito en la mayoría de los sectores económicos, excepto en los servicios. En la segunda mitad de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento neto de las condiciones aplicadas a los préstamos, combinado con un incremento neto moderado de la demanda de crédito en la mayor parte de los sectores económicos, salvo en la construcción y el sector inmobiliario comercial.

**Los riesgos climáticos y las medidas relacionadas continuaron contribuyendo al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas**

**marrones.** Las entidades de la zona del euro indicaron que, en los doce meses anteriores, los riesgos climáticos de las empresas y sus medidas para afrontar el cambio climático habían seguido contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas marrones (aquellas que contribuyen de forma significativa al cambio climático y que aún no han comenzado o han avanzado poco en la transición), aunque en menor medida de lo esperado. Sin embargo, los mismos factores habían vuelto a propiciar una relajación neta de los préstamos a empresas verdes (aquellas que no contribuyen o contribuyen poco al cambio climático) y a compañías en transición (las que contribuyen al cambio climático, pero están realizando avances importantes en la transición). Según las entidades, el riesgo físico era el principal factor determinante del endurecimiento de sus criterios de aprobación. En los doce meses siguientes, las entidades de la zona del euro esperan que estos riesgos contribuyan a un endurecimiento neto algo más acusado de los criterios de concesión de préstamos a empresas marrones, si bien prevén una relajación neta ligeramente mayor en el caso de los préstamos a empresas verdes y en transición.

**Según la encuesta SAFE, menos empresas de la zona del euro indicaron que las condiciones de financiación se habían endurecido en el segundo trimestre de 2024 en comparación con el primero.** Los porcentajes netos de empresas que señalaron aumentos de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y de otros costes de financiación (como gastos y comisiones) descendieron hasta situarse, respectivamente, en el 31 % (frente al 43 % en el trimestre precedente) y en el 28 % (frente al 37 %). Como en el primer trimestre de 2024, pocas empresas señalaron obstáculos para obtener un préstamo bancario.

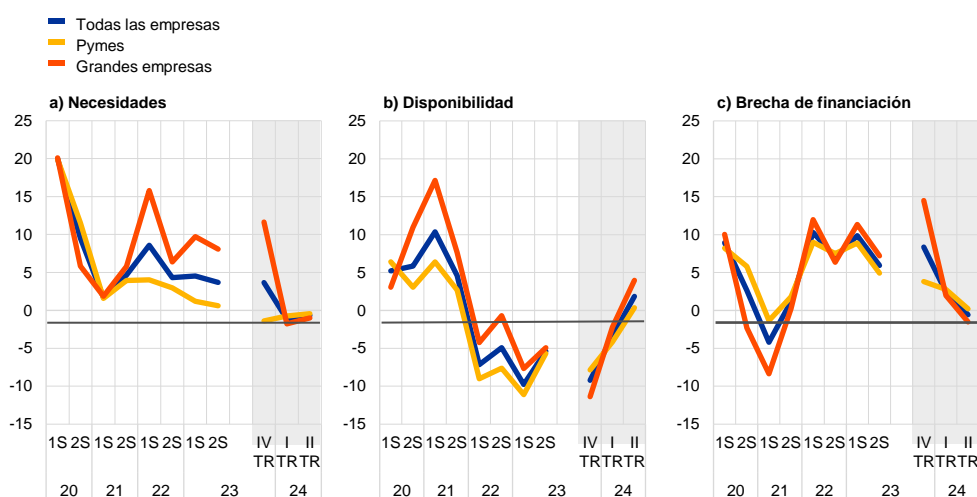
**Las empresas también indicaron un ligero aumento de la disponibilidad y una leve reducción de la necesidad de préstamos bancarios, lo que se tradujo en una pequeña disminución de la brecha de financiación bancaria.** El porcentaje neto de empresas que comunicaron un incremento de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 2 % en el segundo trimestre de 2024, frente al 3 % neto de empresas que señalaron un deterioro en el trimestre anterior (gráfico 20). Esta variación es atribuible principalmente a las grandes empresas, ya que, en promedio, las pequeñas y medianas empresas (pymes) no indicaron ningún cambio. En el segundo trimestre, en términos netos, el 1 % de las empresas señalaron una disminución de la necesidad de préstamos bancarios (valor estable con respecto al trimestre anterior) en todos los tamaños de empresas. Por consiguiente, la variación de la brecha de financiación (la diferencia estimada entre la variación de la necesidad de préstamos bancarios y la variación de su disponibilidad) fue negativa para el 1 % de las empresas, en términos netos, frente al 2 % neto que indicó un aumento de la brecha en el trimestre anterior. Sin embargo, por tamaños, la variación de la brecha de financiación fue negativa para el 2 % neto de las grandes empresas, al tiempo que se mantuvo estable para las pymes. De cara al futuro, las empresas esperan una mejora adicional de la disponibilidad de financiación externa en los tres próximos meses, siendo más optimistas las de mayor tamaño que las pymes.



## Gráfico 20

### Variación de las necesidades y la disponibilidad de préstamos bancarios y de la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Las cifras se basan en las empresas para las que el instrumento correspondiente es relevante (es decir, lo han utilizado o han considerado utilizarlo). Los encuestados que respondieron «no aplicable» o «no sé» se han excluido. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 23 a 31 de la encuesta SAFE (entre abril-septiembre de 2020 y abril-junio de 2024). En el eje de abscisas, «1S» se refiere al período de referencia comprendido entre el segundo y el tercer trimestre, y «2S» corresponde al período de referencia entre el cuarto trimestre y el primer trimestre del año siguiente. La zona sombreada en gris de los gráficos refleja las respuestas a la misma pregunta, pero en base trimestral. El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes.

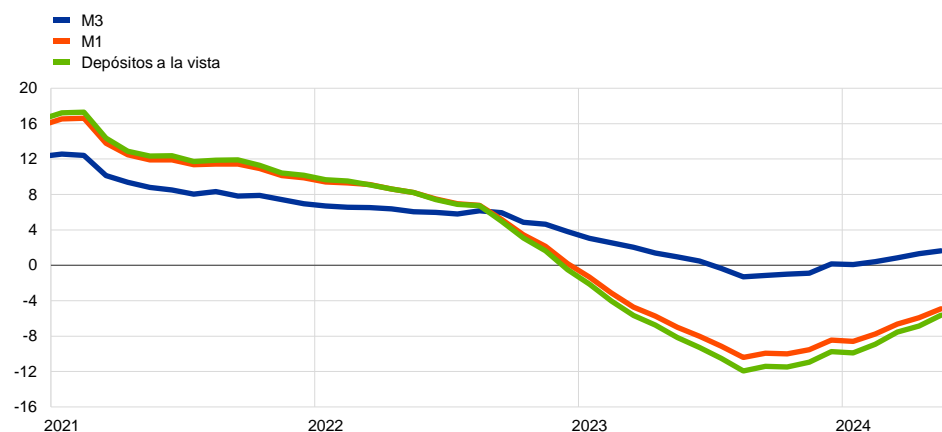
### Los volúmenes de depósitos a plazo de las empresas y los hogares registraron un aumento adicional en mayo de 2024, aunque el desplazamiento de fondos en detrimento de los depósitos a la vista ha ido disminuyendo gradualmente.

Los volúmenes de depósitos a la vista se contrajeron a un ritmo menor en mayo, ya que la tasa de crecimiento interanual se situó en el -5,6 %, frente al -6,8 % de abril (gráfico 21). La persistente preferencia de las empresas y los hogares por los depósitos a plazo y los instrumentos negociables continúa explicándose por el hecho de que su remuneración es todavía sustancialmente más elevada que la de los depósitos a la vista. Si bien los flujos de depósitos siguen mucho más orientados hacia los depósitos a plazo que en el pasado, este desplazamiento está perdiendo fuerza, y el diferencial de tipos entre ambos instrumentos se está estabilizando. La asignación de depósitos de las empresas se está aproximando a un nivel que está más en línea con los patrones históricos, y los depósitos a la vista registraron tres entradas mensuales positivas consecutivas, aunque contenidas, entre marzo y mayo. Al mismo tiempo, las entradas de depósitos de las empresas y los hogares se vieron compensadas, en parte, por las salidas de los fondos del mercado monetario, en un entorno de descenso de los tipos de interés a corto plazo en mayo.

## Gráfico 21

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro continuó recuperándose gradualmente en mayo de 2024, respaldada por las entradas netas del exterior.** El crecimiento monetario ha ido aumentando de forma paulatina desde principios de 2024. En mayo, la tasa de avance de M3 se incrementó hasta el 1,6 %, frente al 1,3 % de abril (gráfico 21). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, permaneció en terreno negativo, pero siguió aumentando hasta situarse en el -4,9 % en mayo, en comparación con el -5,9 % de abril. Las entradas del exterior fueron el único factor positivo y sistemático que impulsó el crecimiento monetario, en un entorno de estancamiento de los préstamos a hogares y a empresas, de contracción continuada del balance del Eurosistema y de emisión de bonos bancarios en un contexto de reembolso de la financiación obtenida en las TLTRO.

# Recuadros

## 1 La geopolítica y el comercio en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿se están reduciendo los riesgos de los suministros de importación?

Ivelina Ilkova, Laura Lebastard y Roberta Serafini

**En los últimos años, una serie de perturbaciones adversas ha puesto de relieve vulnerabilidades relacionadas con el abastecimiento de los bienes importados.** En respuesta, algunas empresas de la zona del euro y de Estados Unidos han modificado (o tienen previsto cambiar) sus estrategias de abastecimiento para mejorar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro<sup>1</sup>. A partir de datos detallados a nivel de producto, en este recuadro se analiza en qué medida y de qué manera la zona del euro y Estados Unidos han modificado dichas estrategias desde 2016 —año en el que las consideraciones geopolíticas comenzaron a desempeñar un papel más importante en las relaciones comerciales y en el que empezó a preocupar la necesidad de reducir riesgos (*de-risking*)<sup>2</sup>—, así como el posible impacto sobre los precios de importación. El análisis se centra en dos estrategias de abastecimiento diferentes, pero no mutuamente excluyentes, dirigidas a impulsar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro y abordar las preocupaciones en materia de seguridad nacional. La primera es la diversificación (aumentar el número de países proveedores), y la segunda el reequilibrio (reducir la cuota de mercado del principal país proveedor)<sup>3</sup>.

**En la última década, la zona del euro ha diversificado progresivamente sus fuentes de importación, aunque no hay indicios de que este proceso se haya acelerado en comparación con el pasado.** Desde 2016, esta zona ha aumentado gradualmente el número de países suministradores por producto, incluidos los de

<sup>1</sup> Véanse [EIB Investment Survey – European Union Overview](#), Banco Europeo de Inversiones, 2023, y el recuadro titulado «[La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)», *Boletín Económico*, número 7, Banco Central Europeo, 2023.

<sup>2</sup> En 2016 surgieron tensiones comerciales significativas entre Estados Unidos y China, lo que marcó el inicio de grandes cambios en el comercio estadounidense. Aunque ese año podría no tener la misma importancia para la zona del euro, en la que los cambios con mayor impacto se produjeron después de 2019, al empezar el análisis en 2016 se garantiza un período de comparación común. Este enfoque contribuye a captar los principales acontecimientos que afectaron a Estados Unidos y a la zona del euro y proporciona una idea más clara de cómo evolucionaron los patrones de comercio de manera diferente en las dos regiones. Los resultados se mantienen si el análisis relativo a la zona del euro comienza en 2019 en lugar de en 2016.

<sup>3</sup> Aunque no constituye el foco de este análisis, las estrategias de exportación también pueden modificarse para responder a tensiones geopolíticas, en términos de dependencia relativa de una base de clientes geopolíticamente distantes.

los bienes de importancia estratégica<sup>4</sup>, y se observa una ligera aceleración desde la pandemia (panel a del gráfico A). Sin embargo, esta tendencia parece ser la continuación de un proceso que se había venido desarrollando en la zona del euro desde comienzos del siglo. En cambio, en Estados Unidos la diversificación ha sido menos evidente.

**No obstante, la diversificación ha ido adquiriendo una dimensión geopolítica cada vez mayor, y tanto la zona del euro como Estados Unidos han diversificado relativamente más las importaciones de productos procedentes de países geopolíticamente distantes.** En este recuadro se ha evaluado en qué medida esta diversificación tiene una dimensión geopolítica clasificando los países proveedores como geopolíticamente cercanos (por ejemplo, los países del G-7, los Estados miembros de la UE, Australia, Corea del Sur y Turquía) y geopolíticamente distantes (como China, Rusia, Irán, Corea del Norte y Siria)<sup>5</sup>. En el panel b del gráfico A se presentan los resultados de un estudio de eventos en el que se estimaba si, para un producto importado determinado, el hecho de tener como principal proveedor a un país geopolíticamente distante afectaba al número total de países proveedores en comparación con productos procedentes, sobre todo, de un país cercano en términos geopolíticos<sup>6</sup>. Los resultados sugieren que, desde 2016, la diversificación de las fuentes de importación ha sido significativamente mayor para los productos importados relativamente más de países distantes en términos geopolíticos, y que su nivel ha aumentado en las dos regiones analizadas, en particular después de 2021.

<sup>4</sup> Los bienes estratégicos se definen según lo especificado en la lista de «[Strategic dependencies and capacities](#)», *Commission Staff Working Document*, n.º 352, Comisión Europea, 2021. La Comisión Europea identificó dependencias estratégicas relacionadas con insumos importados específicos basándose en tres indicadores: la concentración, medida sobre la base del índice Herfindahl-Hirschman y las cuotas de mercado de los países suministradores no pertenecientes a la UE; la importancia de la demanda, calculada como el peso de las importaciones extra-UE en las importaciones totales de la UE, y la sustituibilidad, calculada como la ratio de las importaciones provenientes de fuera de la UE sobre las exportaciones totales de la UE. En el caso de Estados Unidos, se ha elaborado un conjunto similar de productos, adaptando la metodología de la Comisión Europea a los datos estadounidenses.

<sup>5</sup> Los países geopolíticamente cercanos y distantes se definen de acuerdo con su voto en las Naciones Unidas sobre las sanciones impuestas contra Rusia (Resolución ES-11/3 de la Asamblea General de las Naciones Unidas). Se considera que los países que se han abstenido son neutrales y se asignan al grupo de países geopolíticamente cercanos. El método de identificar las similitudes geopolíticas de los países basándose en cómo han votado en las Naciones Unidas es acorde con el empleado en Campos *et al.*, «Geopolitical fragmentation and trade», *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n.º 4, 2023, pp. 1289-1315, y en el recuadro titulado «[Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos](#)», *Boletín Económico*, número 2, Banco Central Europeo, 2023.

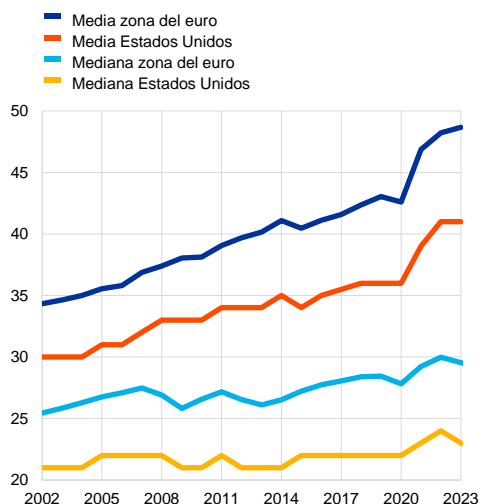
<sup>6</sup> Se estima por separado para la zona del euro y para Estados Unidos aplicando la fórmula siguiente:  $\text{número de países proveedores}_{it} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k \text{ dummy de tiempo}_{kt} \times \text{dummy geopol\_distantes}_i + EF_i + EF_t + \varepsilon_{it}$ , donde la variable dependiente es el número de países suministradores del producto  $i$  clasificado a nivel de seis dígitos según el Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas en el momento  $t$  (tiempo), y  $k$  es el número de años con respecto a 2016. El grupo de tratamiento es el conjunto de productos cuyo principal proveedor era una economía geopolíticamente distante en 2014-2016, mientras que el grupo de control es el conjunto de productos cuyo principal suministrador era un país geopolíticamente cercano en ese mismo período. La fórmula permite tener en cuenta efectos fijos específicos de producto y de tiempo.

## Gráfico A

### Diversificación de países suministradores en la zona del euro y en Estados Unidos

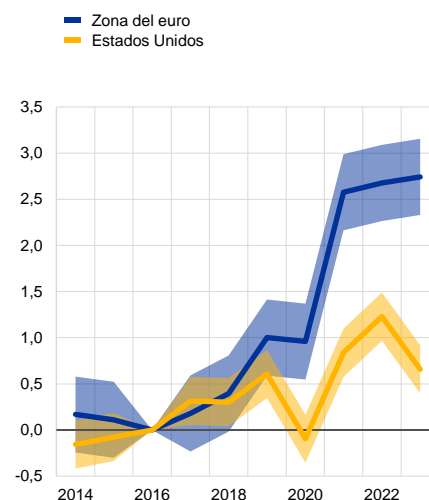
#### a) Número de países suministradores por producto

(medias y medianas)



#### b) Diversificación cuando el principal país proveedor es geopolíticamente distante

(diferencias en el número de países suministradores en comparación con los bienes provenientes de países geopolíticamente cercanos)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: El producto se define al nivel más detallado de las características de los productos que permite la comparación entre países (nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas). El panel b muestra los resultados de un estudio de eventos en el que se compara el número de países suministradores de un producto determinado cuando el principal país proveedor es una economía geopolíticamente distante en lugar de geopolíticamente cercana. Los datos utilizados para la regresión de la zona del euro excluyen el comercio dentro de la zona. El año de referencia es 2016. Las zonas sombreadas indican intervalos de confianza del 95 %.

#### Aunque se observa cierta diversificación de las fuentes de importación desde hace varios años, la evidencia de un cambio en la dependencia de la zona del euro y de Estados Unidos con respecto a los países geopolíticamente distantes es más ambivalente.

Los datos agregados indican que, desde 2016, la cuota de mercado de China ha aumentado 3 puntos porcentuales en las importaciones de la zona del euro, mientras que ha disminuido 11 puntos porcentuales en las estadounidenses. Desde 2022, la zona del euro ha estado más expuesta que Estados Unidos al país asiático. En el caso de Rusia, las dos regiones han reducido sus cuotas de mercado de importaciones, en consonancia con las sanciones impuestas y con los embargos correspondientes. Sin embargo, si no se tienen en cuenta los productos suministrados por China y Rusia, la evidencia de un reequilibrio es más limitada: las cuotas de importación agregadas de países geopolíticamente distantes se han mantenido en niveles estables en la zona del euro y en Estados Unidos, y en ninguna de las dos regiones se ha observado un desplazamiento significativo de las importaciones procedentes de esos países.

#### La evidencia a nivel de producto pone de relieve que el reequilibrio en detrimento del principal país proveedor es limitado.

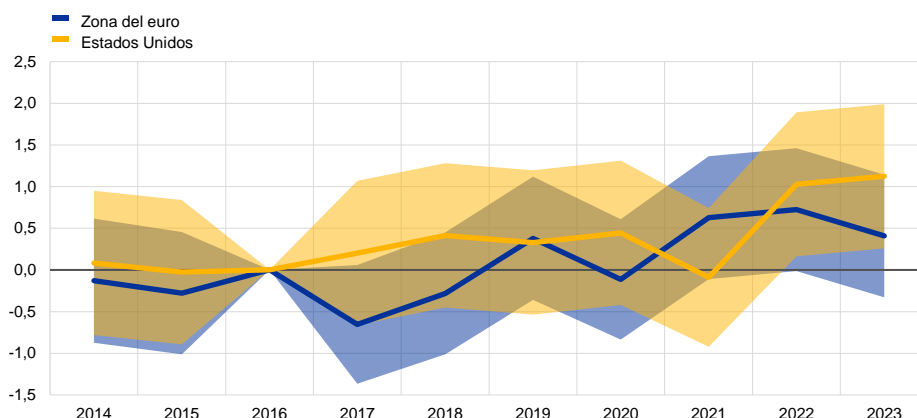
Centrando la atención en los bienes estratégicos, se comparó la evolución de las importaciones de productos procedentes, en su mayor parte, de un país geopolíticamente distante y la de aquellos provenientes, sobre todo, de un país cercano en términos geopolíticos. Los resultados de un estudio de eventos apuntan a que existe evidencia limitada de un

reequilibrio sustancial por parte de la zona del euro o de Estados Unidos en detrimento de los países geopolíticamente distantes (gráfico B)<sup>7</sup>.

### Gráfico B

Cambio en la importancia de un país suministrador principal de bienes de importancia estratégica cuando es un país geopolíticamente distante para la zona del euro y Estados Unidos

(diferencias porcentuales en comparación con el nivel de importaciones de bienes procedentes de países geopolíticamente cercanos)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los resultados de un estudio de eventos en el que se comparan los niveles de importaciones de bienes de importancia estratégica procedentes de países cercanos y distantes en términos geopolíticos. La base de datos incluye datos sobre las importaciones reales de bienes de importancia estratégica provenientes de todos los socios comerciales a nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado (SA) de la Organización Mundial de Aduanas. Se han excluido los datos relativos a los bienes que se engloban en el capítulo 27 de la clasificación del SA (combustibles minerales, aceites minerales y productos de su destilación; materias bituminosas; ceras minerales). Los datos utilizados para la regresión de la zona del euro excluyen el comercio dentro de la zona. El año de referencia es 2016. Las zonas sombreadas indican intervalos de confianza del 95 %.

### Las implicaciones para los precios de importación varían en función de la estrategia de abastecimiento que predomine.

Cuando se trata del mismo producto, los proveedores de nuevos países suministradores suelen ser más caros que los de países que ya lo suministran (panel a del gráfico C). Sin embargo, el impacto en los precios de importación agregados es reducido: en promedio, durante el período 2016-2023, el flujo de productos provenientes de nuevos países representó una proporción pequeña de las importaciones totales (0,2-0,3 %), lo que sugiere que solo tuvo un efecto limitado en los precios agregados.

### En el caso de los productos para los que la zona del euro o Estados Unidos ha cambiado de principal país proveedor, el reequilibrio parece estar destinado, sobre todo, a reducir los costes, más que a mejorar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro o a abordar las preocupaciones en materia de seguridad nacional.

En las dos regiones mencionadas, el reequilibrio en detrimento del principal país proveedor ha desplazado fundamentalmente las importaciones hacia países suministradores más baratos. En promedio, desde 2016 la zona del euro y Estados Unidos han tendido a reequilibrar las importaciones a favor de fuentes más baratas, aunque existe cierta evidencia de que se ha producido un cambio tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022, cuando

<sup>7</sup> El gráfico muestra la  $\beta_k$  estimada de la regresión espejo del panel b del gráfico A:  $\ln importaciones_{ijt} = \sum_{k=-2}^2 \beta_k dummy\_de\_tiempo_{kt} \times dummy\_geopol\_distantes_j + EF_{ij} + EF_t + \varepsilon_{ijt}$ , donde la variable dependiente es el logaritmo natural de las importaciones procedentes del principal país suministrador  $j$  a la zona del euro del producto  $i$  en el momento  $t$  (tiempo).

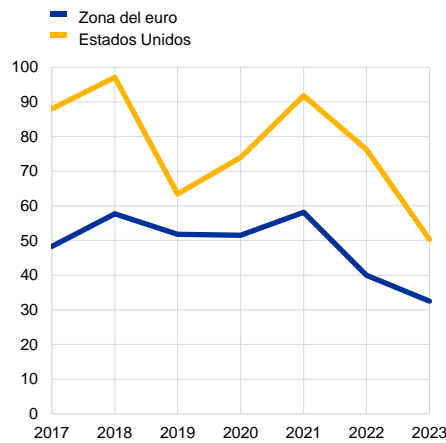
en ambas se observó un desplazamiento hacia países suministradores relativamente más caros (panel b del gráfico C). De hecho, desplazar las importaciones de un proveedor principal geopolíticamente distante a uno cercano en términos geopolíticos se asocia a un incremento mediano de los precios del 30 % en la zona del euro y del 40 % en Estados Unidos. Si el cambio se produce dentro de un grupo de países geopolíticamente cercanos, el impacto sobre los precios de importación es prácticamente neutral.

### Gráfico C

#### Implicaciones para los precios de importación de las estrategias de reducción de riesgos de la zona del euro y de Estados Unidos

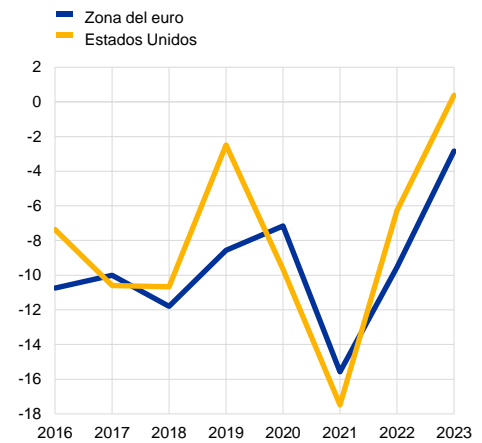
a) Entre flujos de países suministradores nuevos y preexistentes

(diferencias porcentuales, mediana de productos SA6)



b) Entre países suministradores en los que aumentaron las cuotas de importación y en los que no

(diferencias porcentuales, mediana de productos SA6)



Fuente: Trade Data Monitor.

Notas: El panel a muestra la diferencia de precio entre un producto procedente de nuevos países suministradores (es decir, un producto no importado del país en cuestión en el año anterior) y el mismo producto proveniente de países suministradores preexistentes (es decir, un producto ya importado del país en cuestión en el año anterior). Para evitar sesgos derivados de importadores ocasionales, solo se incluyen los productos procedentes de los países de los que se sigue importando en el año siguiente (excepto 2023). El panel b muestra la diferencia de precio entre un producto de los países suministradores en los que la cuota de mercado ha aumentado (en comparación con el año anterior) y el mismo producto de los suministradores en los que esa cuota ha disminuido o se ha estancado. «SA6» se refiere al nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas.

## Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro

António Dias da Silva, Antonella Fabrizio y Matthias Mohr

### **La confluencia de varias perturbaciones adversas ha contribuido a la disminución del crecimiento de la productividad en la zona del euro en los últimos cuatro años.**

La pandemia, junto con las disrupciones que se registraron en las cadenas globales de suministro y las subidas de los precios de la energía a partir de 2021 —que se vieron agudizadas por la guerra de Rusia en Ucrania—, han contribuido a la ralentización del avance de la productividad. Estos factores han afectado de forma especialmente significativa a la industria, al comercio mayorista y minorista, y a la construcción. En consecuencia, la dinámica de la productividad ha sido más débil que en el pasado, y la productividad media por persona ocupada ha descendido un 0,2 % por año, en promedio, desde el cuarto trimestre de 2019, frente a un aumento medio anual del 0,8 % antes de la pandemia. La tasa media de crecimiento de la productividad por hora desde el último trimestre de 2019 fue del 0,2 % anual, frente a un avance medio anual del 1,2 % con anterioridad a la pandemia. En el primer trimestre de 2024, la productividad por persona ocupada era un 0,7 % más baja que en el cuarto trimestre de 2019, y la productividad por hora trabajada había aumentado solo un 0,7 % (gráfico A).

**Aunque la desaceleración de la productividad refleja factores cíclicos, es posible que también hayan influido factores estructurales**<sup>1</sup>. La productividad es inherentemente procíclica, ya que aumenta en los períodos de expansión y disminuye en las recesiones. En la zona del euro, las instituciones del mercado de trabajo y las preferencias sociales otorgan mayor prioridad a la protección del empleo que a la flexibilidad, como quedó reflejado, por ejemplo, en los programas de mantenimiento del empleo introducidos durante la pandemia<sup>2</sup>. Sin embargo, aún no es posible valorar si el uso extendido de estos programas y los impactos del encarecimiento de la energía a partir de 2021 solo tendrán un efecto cíclico o si acrecentarán las debilidades estructurales existentes<sup>3</sup>.

**Entre las cinco mayores economías de la zona del euro, Francia y España destacan como los países con el descenso y el incremento más acusados, respectivamente, de la productividad por hora trabajada.** En Francia, el factor trabajo, en términos tanto de horas trabajadas como de personas ocupadas, aumentó a un ritmo que aproximadamente duplicó el del PIB, en parte como consecuencia del incremento de la oferta de contratos de aprendizaje. El hecho de que los aprendices nuevos sean, en promedio, menos productivos que los trabajadores con experiencia, puede haber contribuido a la pronunciada caída de la

<sup>1</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo de 2024.

<sup>2</sup> El porcentaje de empresas que atesoraron empleo fue significativamente elevado durante la pandemia y en el período posterior. Véase el recuadro titulado «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[The slowdown in euro area productivity in a global context](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

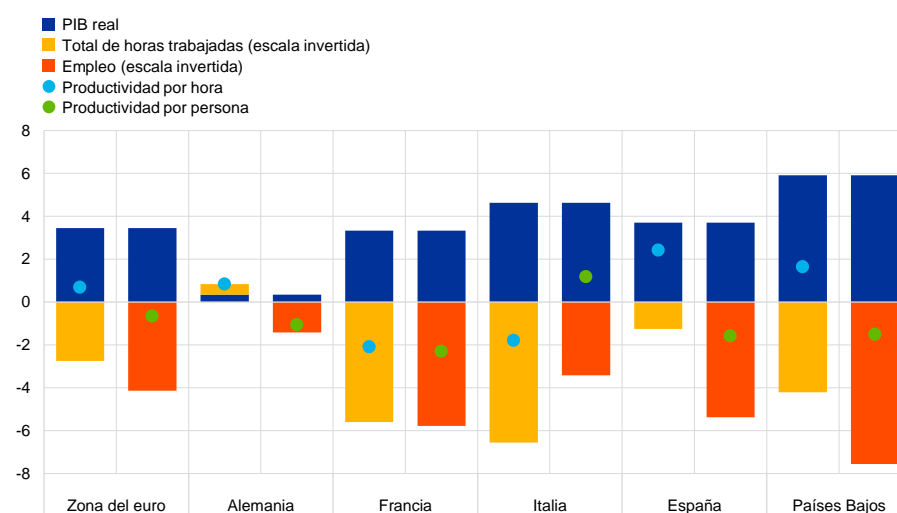


productividad (gráfico A). España registró un sólido crecimiento de la productividad por hora trabajada, que en parte estuvo relacionado con un descenso acusado de las horas medias trabajadas, ya que el avance de la productividad por persona ocupada fue negativo. El crecimiento de la productividad por persona ocupada fue negativo en las cinco economías de mayor tamaño, salvo en Italia, donde el promedio de horas trabajadas aumentó de forma notable. Las diferencias sectoriales son fundamentales para explicar esta evolución. Por ejemplo, el sector de la construcción contribuyó al incremento de la productividad en Italia, mientras que tuvo un efecto adverso en las otras cuatro economías más grandes<sup>4</sup>. La aportación del sector público a la productividad por persona en esos cinco países fue negativa.

### Gráfico A

#### Crecimiento de la productividad del trabajo por país

(variaciones porcentuales acumuladas IV TR 2019-I TR 2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**A escala de la zona del euro, la desaceleración del crecimiento de la productividad ha sido generalizada, aunque con diferencias entre sectores<sup>5</sup>.** El sector de la construcción destaca al mostrar la mayor caída acumulada de la productividad en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2024, debido a la disminución del valor añadido bruto y al fuerte avance del empleo y de las horas trabajadas (gráfico B). Conjuntamente, estos dos factores contribuyeron a un retroceso de la productividad del trabajo de alrededor del 8 % en este sector. En sectores más grandes, como el de comercio y transporte y el sector público, la productividad por persona se redujo, mientras que la productividad por hora prácticamente se estancó<sup>6</sup>. Los servicios de tecnologías de la

<sup>4</sup> El sector de la construcción se benefició de un programa de apoyo fiscal introducido en 2020 para mitigar el impacto económico de la pandemia en los hogares y las empresas. El programa permitía a los propietarios de inmuebles residenciales aplicar una deducción fiscal de hasta el 110 % del coste de la reforma de sus viviendas bajo determinadas condiciones.

<sup>5</sup> Para el análisis sectorial se utiliza el valor añadido bruto dividido por el empleo o las horas trabajadas, lo que arroja cifras ligeramente diferentes que cuando se emplea el PIB como numerador, como puede observarse en los gráficos A y B.

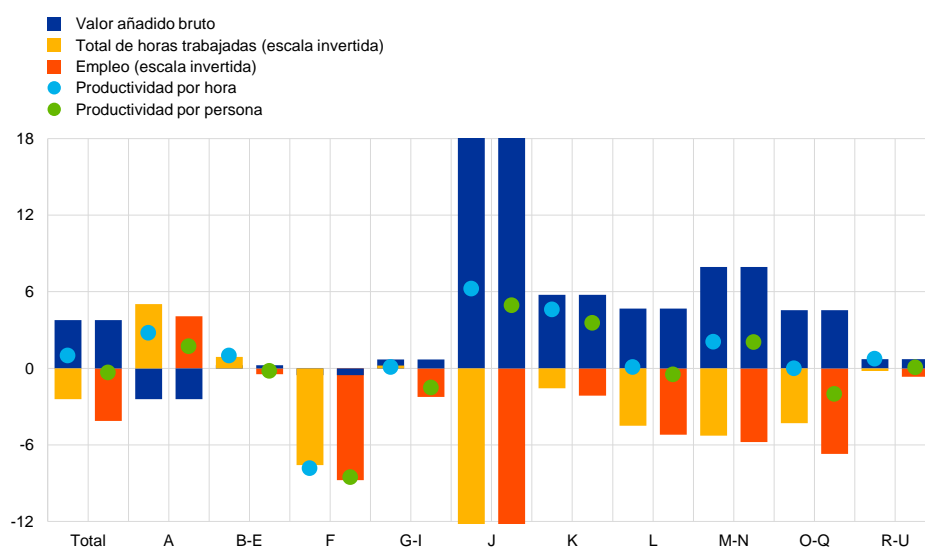
<sup>6</sup> Los datos sobre la productividad de las actividades no de mercado se ven afectados principalmente por los costes laborales. Sin embargo, el aumento más pronunciado de la creación de empleo con respecto al valor añadido bruto lastró la productividad.

información y las comunicaciones registraron un aumento sustancial de la productividad, impulsado por el fuerte crecimiento del valor añadido bruto. Sin embargo, en comparación con la variación observada en los cuatro años anteriores a la pandemia (para utilizar un horizonte temporal similar), este sector experimentó la desaceleración más significativa del avance de la productividad, superado únicamente por la construcción. En algunos sectores, el período de cuatro años considerado consta de dos fases diferentes. Las manufacturas, por ejemplo, registraron un crecimiento acumulado del 3,7 % de la productividad por persona y del 5 % de la productividad por hora trabajada hasta mediados de 2022. Sin embargo, la perturbación de los precios energéticos contribuyó a que el avance de la productividad se tornase negativo, lo que supuso que, en comparación con el período anterior a la pandemia, el crecimiento acumulado pasó a ser negativo si se mide por persona y aumentó solo un 1 % si se calcula por hora trabajada. En los servicios intensivos en contacto, la productividad por persona y por hora trabajada se incrementaron un 0,3 % y un 0,7 %, respectivamente, entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2022. Esta evolución fue seguida de una caída del 1,5 % de la productividad por persona y del 0,5 % de la productividad por hora trabajada entre el tercer trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2024.

### Gráfico B

#### Crecimiento de la productividad del trabajo por sector

(variaciones porcentuales acumuladas IV TR 2019-I TR 2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los códigos de la NACE rev. 2 del eje de abscisas se refieren a los siguientes sectores económicos: Total: total de la economía; A: agricultura, silvicultura y pesca; B-E: industria; F: construcción; G-I: comercio, transporte y alojamiento; J: información y comunicaciones; K: actividades financieras y de seguros; L: actividades inmobiliarias; M-N: actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y auxiliares; O-Q: actividades de servicio público; R-U: actividades artísticas, de entretenimiento, recreativas y otros servicios. Los datos relativos al sector de información y comunicaciones (J) se salen de la escala. Los valores reales son del 23,1 % para el valor añadido bruto, el 15,8 % para el total de horas trabajadas y el 17,3 % para el empleo.

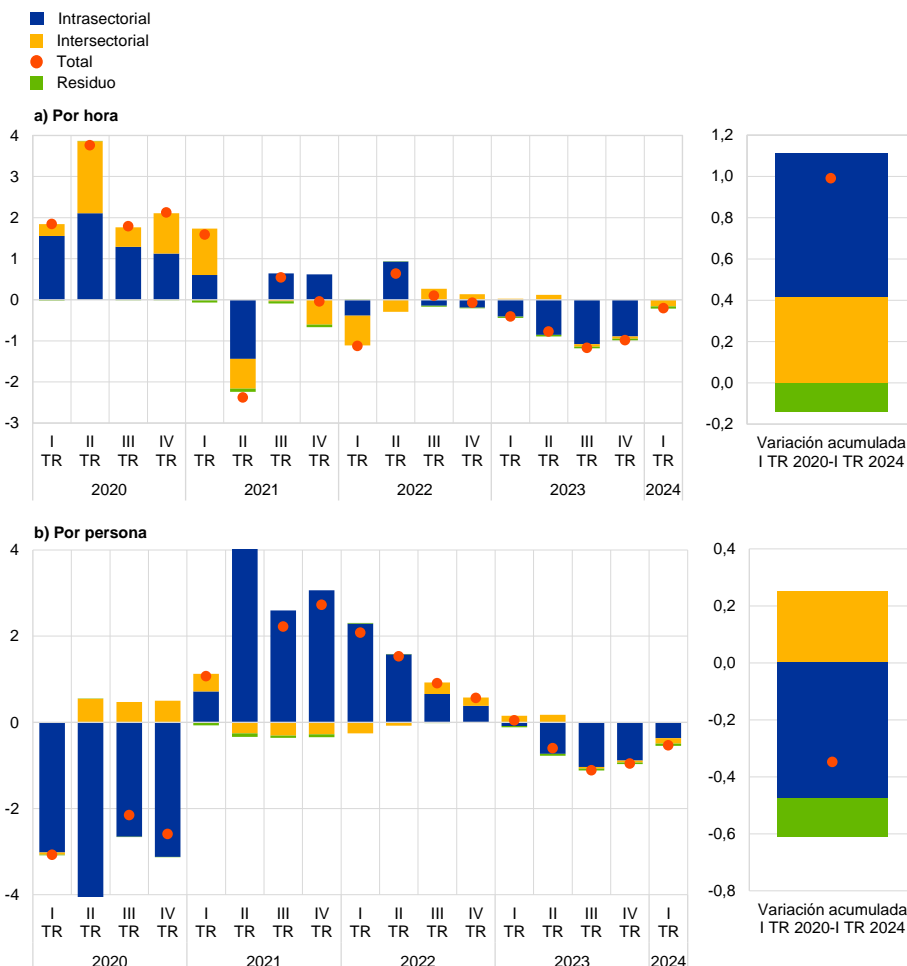
**El débil crecimiento de la productividad es el resultado de la disminución observada dentro de los sectores, más que de una reasignación intersectorial del empleo.** La reasignación de trabajadores desde sectores de baja productividad a otros de alta productividad ha tenido un impacto positivo en la variación acumulada de la productividad desde el primer trimestre de 2020. Sin este efecto positivo, la productividad, tanto por hora trabajada (panel a del gráfico C) como por

persona ocupada (panel b del gráfico C), habría sido aún más baja. Sin embargo, este efecto positivo de la reasignación se vio superado por el impacto negativo de la pandemia y volvió a reducirse hasta situarse próximo a cero posteriormente. Hasta el primer trimestre de 2021, el peso de los servicios intensivos en contacto menos productivos descendió, mientras que el de sectores de alta productividad como la industria, las tecnologías de la información y las comunicaciones, y los servicios profesionales, aumentó y se mantuvo en un nivel más elevado durante la recuperación. Si se consideran las variaciones interanuales, el efecto de la reasignación revirtió desde mediados de 2021 hasta mediados de 2022, como reflejo de la dinámica de la reapertura, y después fue básicamente neutral. Por lo tanto, la pandemia no provocó un cambio estructural sustancial en la composición sectorial de la economía: en comparación con 2019, las cuotas sectoriales se han mantenido prácticamente estables, en términos tanto del total de horas trabajadas como del valor añadido.

## Gráfico C

### Análisis *shift-share* de la evolución de la productividad

(tasas de variación interanual y acumuladas I TR 2020-I TR 2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2020 y al segundo trimestre de 2021 se salen de la escala. En el segundo trimestre de 2020, el componente «intrasectorial» se situó en  $-11,9\%$  y la variación total fue del  $-11,3\%$ . En el segundo trimestre de 2021, el componente «intrasectorial» se situó en el  $12,2\%$  y la variación total fue del  $11,7\%$ . El cálculo sigue el análisis *shift-share* de C. Denis, K. McMorrow y W. Röger, «An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)», *European Economy — Economic Papers*, n.º 208, Comisión Europea, julio de 2004, p. 78.

**En conjunto, gran parte de la ralentización de la productividad es resultado de las perturbaciones adversas que han afectado al crecimiento del PIB.** La pandemia y la perturbación de los precios de la energía han lastrado el PIB de la zona del euro, lo que ha dado lugar a un retroceso generalizado de la productividad, dada su naturaleza procíclica. El incremento de los márgenes de beneficios, junto con el descenso de los salarios reales, el fuerte crecimiento de la población activa y la disminución de las horas medias trabajadas, han contribuido a sostener el avance del empleo, al tiempo que han aumentado la prociclicidad<sup>7</sup>. A medida que algunos de estos factores vayan revirtiendo, dada la reducción de los beneficios y las subidas de los salarios reales, cada vez será más difícil lograr mejoras adicionales

<sup>7</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, *op. cit.*

del mercado de trabajo si no se ven respaldadas por un mayor crecimiento de la productividad.

### 3 ¿Qué revelan las encuestas recientes sobre la inversión empresarial de la zona del euro en 2024?

Valerie Jarvis y Barbara Schirato

**En este recuadro se analizan las perspectivas de la inversión empresarial de la zona del euro en 2024 según encuestas recientes realizadas por la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones.** La inversión empresarial de la zona del euro se desaceleró considerablemente en 2023 a raíz de la pandemia, la crisis energética de 2022-2023 y el subsiguiente endurecimiento de las condiciones de financiación. Tras experimentar una fuerte contracción en el último trimestre de 2023, la inversión repuntó ligeramente en el primer trimestre de 2024. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 apuntan a un débil crecimiento anual de la inversión en 2024, lo que coincide en líneas generales con los resultados de las encuestas.

**La última encuesta de inversión de la Comisión Europea sugiere un crecimiento tenue de la inversión empresarial en 2024.** La encuesta de inversión que lleva a cabo semestralmente la Comisión Europea, en la que se pregunta cualitativamente a las empresas acerca de sus planes de inversión para el año, permite realizar un seguimiento razonablemente acertado del crecimiento interanual de la inversión empresarial. La lectura de marzo/abril de 2024 sugiere que, en términos históricos (al margen de los períodos de crisis), las intenciones de inversión para 2024 son particularmente reducidas en las manufacturas, correspondiéndose los indicadores de saldo con niveles normalmente asociados a un estancamiento de la inversión empresarial de la zona del euro (gráfico A)<sup>1</sup>. La encuesta Business Outlook Survey de S&P de marzo de 2024 también señalaba estas perspectivas sombrías, mientras que la encuesta de finales de 2023 de la Comisión había puesto de manifiesto previamente un acusado aumento del porcentaje de inversión destinada a reposición y racionalización en los últimos años<sup>2,3</sup>. Al mismo tiempo, el porcentaje de inversión empresarial dedicada a expandir la capacidad productiva cayó hasta situarse tan solo en el 20 % en el sector manufacturero en 2023 —un mínimo histórico y una disminución de alrededor de 10 puntos porcentuales en comparación con las medias anteriores a la pandemia—, y se preveía un ligero descenso adicional para 2024 (gráfico B). Los porcentajes son similares en los servicios, pero no es posible realizar una

<sup>1</sup> Véase «[European Economic Forecast \(Spring 2024\)](#)», *Institutional Paper*, n.º 286, Comisión Europea, pp. 31-32.

<sup>2</sup> Véase «[S&P Global Business Outlook](#)», *News Release*, S&P, 12 de marzo de 2024, que señala que es probable que los planes de inversión sigan siendo moderados en los próximos doce meses.

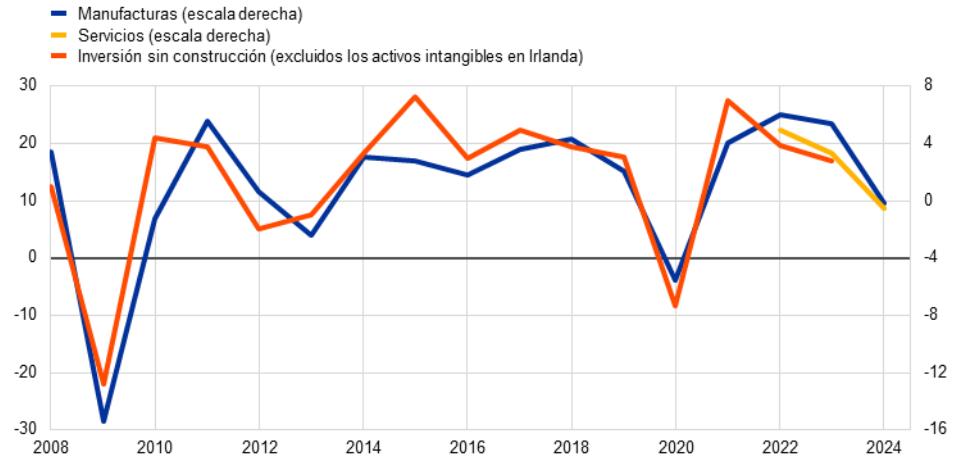
<sup>3</sup> La encuesta de inversión llevada a cabo por la Comisión a finales de 2023 puso de manifiesto que, en el sector manufacturero, el gasto en reposición aumentó hasta el 36 % de la inversión total en 2023 (y se esperaba esta misma cifra en 2024), frente a alrededor del 30 % en los veinte años anteriores a la pandemia, mientras que la racionalización (destinada a optimizar la producción) representaba otro 25 % de la inversión total (como en 1999, tras haber seguido una tendencia a la baja en los años de la Unión Económica y Monetaria).

comparación histórica, ya que la encuesta a este sector no se puso en marcha hasta 2021.

### Gráfico A

#### Intenciones de inversión empresarial e inversión sin construcción

(escala izquierda: indicadores de saldo; escala derecha: tasas de variación interanual)



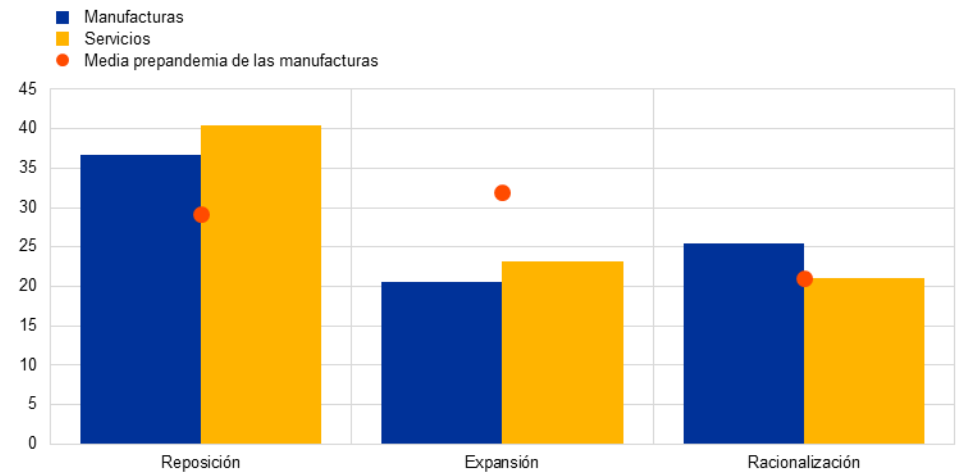
Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Intenciones de inversión utilizando las observaciones de la primavera de cada año. La inversión sin construcción excluye los activos intangibles irlandeses. Las últimas observaciones reflejan las intenciones de inversión en marzo/abril de 2024 para 2024 y la inversión sin construcción hasta 2023.

### Gráfico B

#### Finalidad de la inversión por sector

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las medias solo están disponibles para las manufacturas (la encuesta sobre los servicios no se puso en marcha hasta 2021). Las últimas observaciones corresponden a 2023 (datos obtenidos de la encuesta de inversión de la Comisión de octubre/noviembre de 2023).

### El agregado de la zona del euro oculta una disparidad considerable entre países y sectores.

Las medias de la zona del euro de la Comisión enmascaran diferencias considerables entre países; por ejemplo, las intenciones de inversión suelen ser más positivas —y se han revisado al alza desde finales de 2023— en las economías meridionales y en algunos de los países más nuevos de la zona del euro. Aunque las recientes perturbaciones económicas adversas tuvieron un

impacto menos negativo en los países con un sector de servicios de mayor tamaño, es posible que los fondos *Next Generation EU* desembolsados recientemente ya estén jugando un papel más destacado en la inversión de las economías del sur de la zona del euro (panel a del gráfico C)<sup>4</sup>. La variación entre sectores también es considerable tanto en las manufacturas como en los servicios, aunque las primeras muestran en general una revisión a la baja en las intenciones de inversión para 2024 desde la encuesta de finales de 2023, mientras que el patrón sigue siendo más heterogéneo en los servicios (panel b del gráfico C).

---

<sup>4</sup> Es probable que las recientes perturbaciones hayan tenido efectos diferentes en los distintos países y sectores. Por ejemplo, la pandemia afectó duramente a los servicios (especialmente a aquellos que están orientados al consumo), mientras que la perturbación energética y los crecientes riesgos geopolíticos desde el inicio de la década habrían tenido un impacto más adverso en las manufacturas.

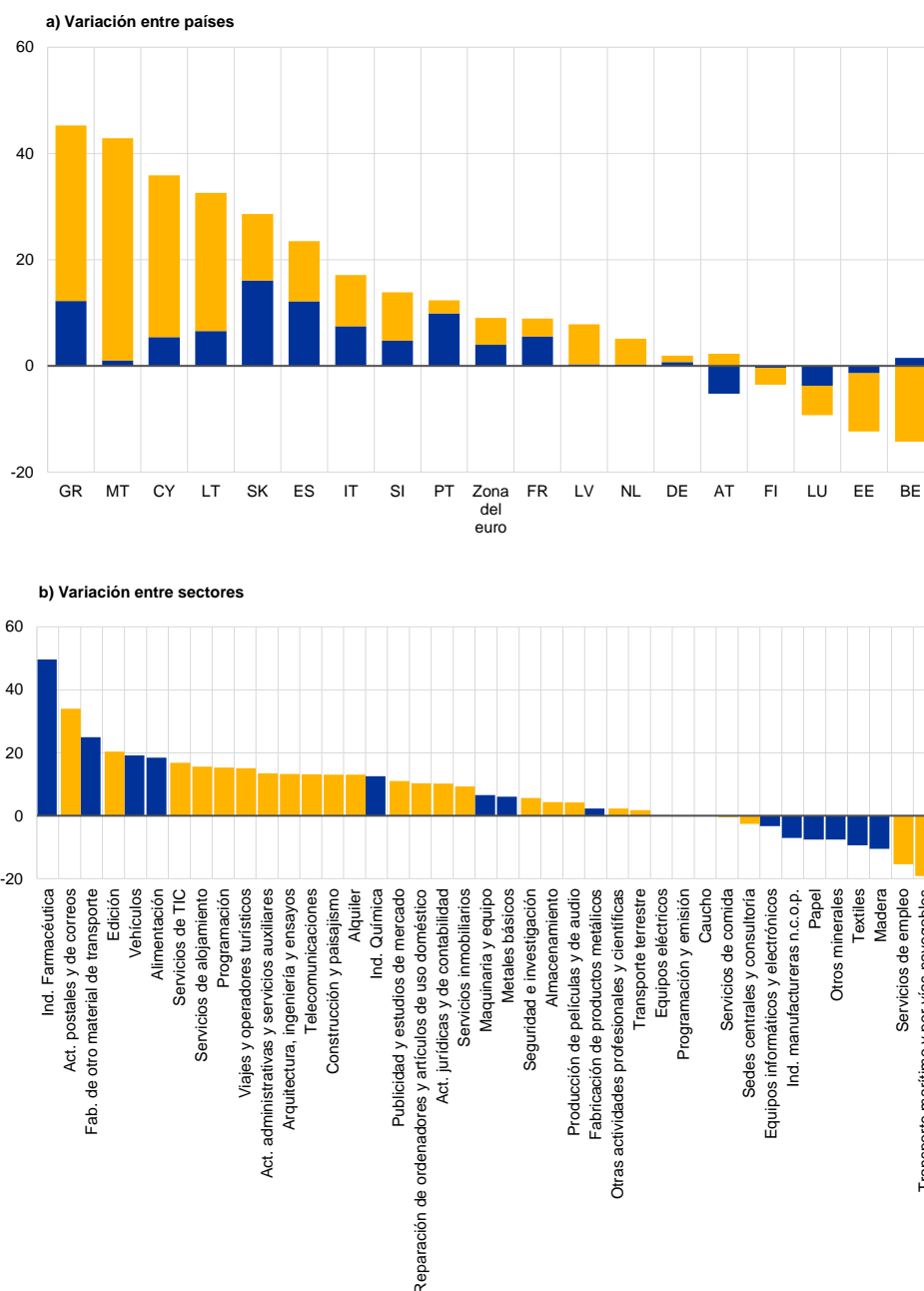


## Gráfico C

### Variación entre países y entre sectores de las intenciones de inversión

(indicadores de saldo)

■ Manufacturas  
■ Servicios



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Países clasificados de mayor a menor en intenciones de inversión empresarial en 2024, agregadas ponderando las intenciones de inversión en manufacturas y en servicios privados por el peso correspondiente al país en la inversión sin construcción de ese país. Irlanda y Hungría no se muestran en el gráfico debido a las limitaciones de los datos. Panel b: Sectores clasificados de mayor a menor en intenciones de inversión en 2024. Las últimas observaciones reflejan los resultados de la encuesta de inversión de la Comisión de marzo/abril de 2024.

### Las intenciones de inversión para 2024 son mayores en los sectores con expectativas de producción más elevadas y menores en los sectores más

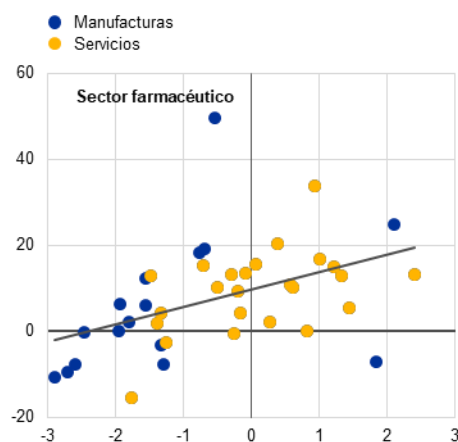
**intensivos en el uso de energía.** Las intenciones de inversión tienden a ser mayores en los sectores con expectativas de producción más altas (como muestran la fortaleza de los nuevos pedidos, el aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva y el incremento de las necesidades de espacio y de equipo a nivel del sector específico). En este contexto, los servicios suelen afrontar perspectivas mucho más halagüeñas que las manufacturas, con la excepción del sector farmacéutico (panel a del gráfico D). Tras la crisis energética de 2022-2023, es probable que la intensidad energética siga influyendo en las decisiones de inversión durante algún tiempo. Esto se desprende también del último informe de la encuesta de inversión del Banco Europeo de Inversiones (EIBIS 2023), en el que los costes de la energía encabezaron la lista de barreras a la inversión a largo plazo en Europa<sup>5</sup>. El panel b del gráfico D presenta una correlación negativa entre las intenciones de inversión y la intensidad energética por sectores, un comovimiento que se ha intensificado notablemente desde el inicio de la crisis energética en 2022. Aunque es probable que la reciente crisis siga requiriendo inversiones adicionales para reducir la dependencia energética en muchos sectores, parece que las consideraciones de viabilidad a más largo plazo están frenando cada vez más la inversión en aquellos sectores en los que los costes de la energía superan en torno al 10 % de los costes totales.

### Gráfico D

#### Intenciones de inversión por expectativas de producción e intensidad energética

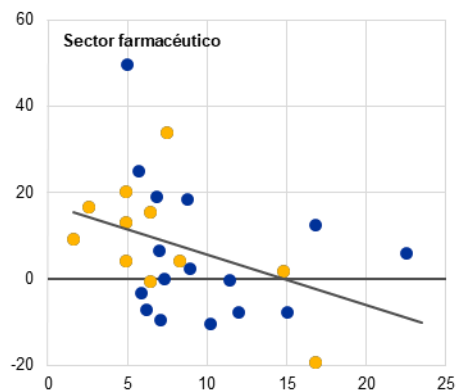
a) Por expectativas de producción

(z-scores; indicadores de saldo)



b) Por intensidad energética

(porcentaje de la energía en los costes totales; indicadores de saldo)



Fuentes: Comisión Europea, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Intenciones de inversión de la zona del euro para 2024 en comparación con 2023; expectativas de producción calculadas como la media de cuatro trimestres de nuevos pedidos en las manufacturas y la demanda esperada en los próximos tres meses en los servicios, todas en relación con sus medias previas a la pandemia y sus desviaciones típicas. Las líneas de regresión de ambos gráficos se refieren a todos los sectores. Panel b: Intensidad energética calculada utilizando las matrices *input-output* de Trade in Value Added (TIVA) de la OCDE (véase el recuadro titulado «Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022). Las últimas observaciones se han obtenido de la encuesta de inversión de la Comisión de marzo/abril de 2024 para el segundo trimestre de 2024 para las expectativas de producción y de los datos de 2021 para la intensidad energética.

#### Ante la serie de perturbaciones observadas desde el inicio de la década, algunas inversiones empresariales se orientan cada vez más hacia la

<sup>5</sup> Véase «[Investment Report 2023/2024: Transforming for competitiveness](#)», Banco Europeo de Inversiones, 2024.

**transición a una economía más verde y más eficiente energéticamente, aunque se necesitará inversión adicional para cumplir los objetivos de la UE en el futuro.** El informe de la EIBIS 2023 señala un notable aumento del porcentaje de empresas europeas que invierten en eficiencia energética en los últimos años y un fuerte incremento del uso de tecnologías digitales en toda Europa desde la pandemia (aunque todavía existen déficits considerables con respecto a Estados Unidos en el porcentaje de empresas que utilizan la inteligencia artificial (IA) y el *big data* y en la obtención de patentes relacionadas con tecnologías avanzadas)<sup>6</sup>. Mientras tanto, la última encuesta de la Comisión sugiere que se necesitarán tasas de inversión mucho más elevadas —equivalentes a una inversión anual adicional de al menos el 1,5 % del PIB de la UE en comparación con la década de 2011 a 2020— para cumplir los objetivos de neutralidad de carbono a más largo plazo de la UE<sup>7</sup>. Las necesidades actuales en estas áreas ofrecen más margen para aumentar la inversión empresarial en el futuro.

---

<sup>6</sup> El Banco Europeo de Inversiones observa un marcado aumento del porcentaje de empresas de la UE que invierten en eficiencia energética (hasta el 51 % en 2023, frente al 37 % en 2021) y un incremento significativo (hasta el 70 %) del porcentaje de empresas que declaran utilizar «al menos una tecnología digital avanzada» durante el mismo período (*ibid.*, p. 6). Sin embargo, el mismo informe también señala que, si bien las empresas de la UE siguen desempeñando un papel de liderazgo a escala mundial en la adopción de tecnologías verdes, reforzado en parte por los fondos públicos, continúa existiendo un importante déficit con respecto a Estados Unidos en el porcentaje de empresas que utilizan la IA y el *big data*, y que China y Estados Unidos ya obtienen cada año el doble de patentes para tecnologías digitales (*ibid.*, p. 11).

<sup>7</sup> Véanse «Asegurar nuestro futuro: el objetivo climático de Europa para 2040 y el camino hacia la neutralidad climática de aquí a 2050 mediante la construcción de una sociedad sostenible, justa y próspera», Comisión Europea, 2024, p. 29; el recuadro titulado «Massive investment needs to meet EU green and digital targets», *Financial Integration and Structure in the euro area*, BCE, 2024, y F. Elderson, «‘Know thyself’ – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science», discurso pronunciado en el Delphi Economic Forum IX, 2024, sobre el riesgo de que aún se necesiten más recursos, dado el ritmo actual del calentamiento global.

## Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Catherine Elding, Richard Morris y Moreno Roma

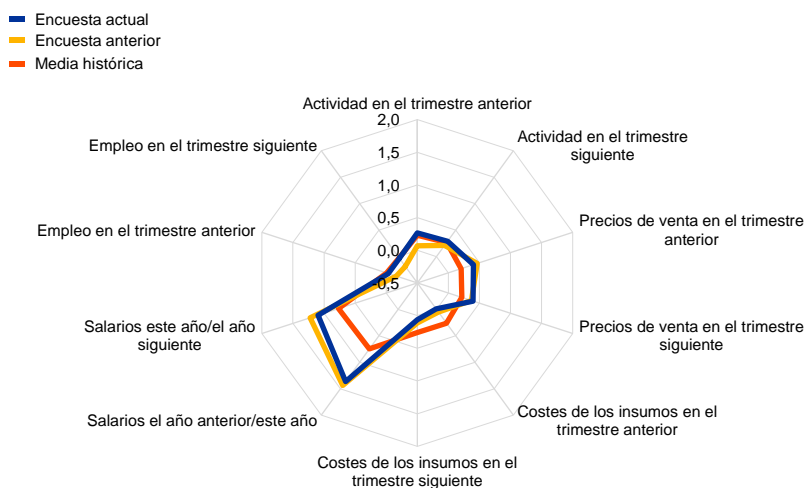
En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 62 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 17 y el 26 de junio de 2024<sup>1</sup>.

**Los contactos señalaron un repunte gradual de la actividad en el segundo trimestre del año, en un entorno de señales crecientes de una recuperación moderada impulsada por el consumo (gráfico A y panel a del gráfico B).** Los servicios seguían liderando el crecimiento, pero la actividad manufacturera estaba llegando a un punto de inflexión y la construcción mostraba los primeros signos de estabilización. No obstante, las perspectivas de inversión continuaban siendo contenidas y la incertidumbre permanecía en niveles elevados. El crecimiento en la zona del euro todavía iba la zaga del de Estados Unidos y Asia, pero los contactos también mencionaron un avance más débil de lo esperado en China y sus consecuencias para los precios y la competencia mundiales. En la zona del euro, el crecimiento en el sur de Europa seguía superando al del norte del continente.

### Gráfico A

#### Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

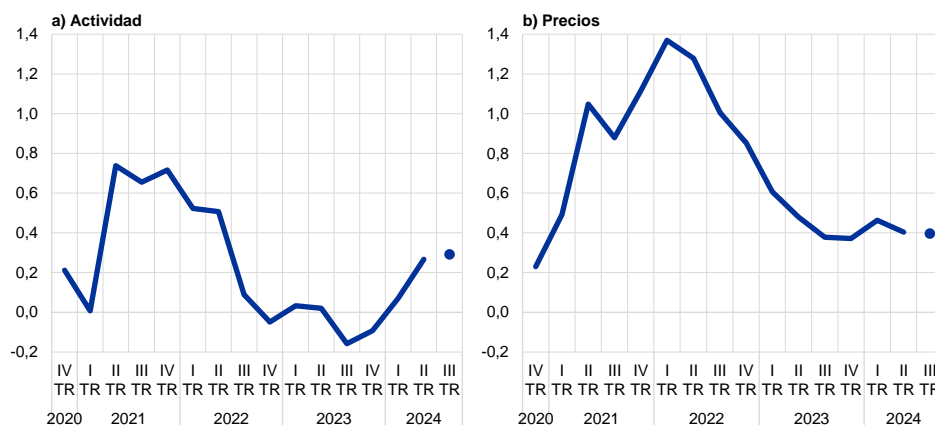
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al segundo y tercer trimestre de 2024, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al primero y segundo trimestre de 2024. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica refleja una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

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

## Gráfico B

### Variación de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

**Poco a poco, los contactos iban adquiriendo más confianza en que iba tomando forma una recuperación impulsada por el consumo, aunque desigual y modesta.** La mayor parte de los contactos del comercio minorista indicaron que la actividad —incluidas, sobre todo, las ventas de ropa y de productos de electrónica de consumo— se mantenía estable o estaba aumentando. Las ventas de electrodomésticos seguían contrayéndose o justo empezaban a recuperarse con lentitud, pero un número creciente de contactos señalaron que esto se debía a la persistente debilidad de la actividad constructora residencial. La mayoría de los contactos del sector de bienes intermedios manifestaron que la actividad se mantenía estable o avanzaba de forma moderada e interpretaban, cada vez más, que ello reflejaba una mejora de la dinámica del consumo y no solo la finalización del prolongado ciclo de desacumulación de existencias que había caracterizado gran parte del año pasado. En los servicios de consumo, la actividad seguía expandiéndose de forma sostenida, aunque el crecimiento de los viajes y el turismo se veía limitado por las restricciones de oferta y por la mayor sensibilidad a los precios por parte de los consumidores.

**Las perspectivas de inversión continuaban siendo débiles.** Los contactos de empresas del sector de bienes de equipo señalaron que la demanda seguía disminuyendo. Afirmaron, en particular, que la inversión se estaba viendo frenada por la persistencia de la incertidumbre en torno a la transición ecológica. Un ejemplo de ello era el sector automovilístico, en el que el crecimiento de las ventas de vehículos eléctricos se había moderado tras la retirada de la mayoría de las subvenciones públicas, lo que se tradujo en una caída de la inversión en la cadena de suministro relacionada. La reducción observada en sectores intensivos en energía también lastró la demanda de inversión. Los contactos manifestaron que la actividad de la construcción se estaba contrayendo o estaba llegando a un nivel

mínimo, y que seguía viéndose afectada por el efecto combinado de unos tipos de interés más elevados y por el aumento de los costes de los insumos. Con todo, se apreciaban señales más alentadoras procedentes del sector inmobiliario, en el que las transacciones en el mercado de viviendas de segunda mano estaban empezando a recuperarse. Al mismo tiempo, la inversión en infraestructuras y servicios digitales (incluidos centros de datos, tecnología de redes 5G, inteligencia artificial, computación en la nube y ciberseguridad) seguía creciendo con fuerza y se mantenía como un importante motor del crecimiento de la actividad de los servicios empresariales.

**En general, el clima empresarial continuaba siendo relativamente heterogéneo, en un contexto de persistencia de la incertidumbre.** Además de mencionar la incertidumbre regulatoria, así como el aumento de la carga burocrática relacionada con la transición ecológica, los contactos expresaron una creciente preocupación por las relaciones comerciales entre la UE y China, así como por la situación política tras las elecciones al Parlamento Europeo. Esto contrarrestó, en cierta medida, el apoyo que se esperaba que la recuperación de los salarios reales y la relajación de la política monetaria prestaran al crecimiento.

**Los contactos señalaron unas perspectivas de empleo básicamente estables, lo que supone una ligera mejora en relación con encuestas recientes.** Lo más destacable a este respecto fueron las respuestas de los contactos de las agencias de empleo, que indicaron que las contrataciones estaban próximas a alcanzar un punto de inflexión o a aumentar de nuevo tras varios trimestres en los que gran parte de la actividad se había contraído. Aunque los contactos de los sectores de servicios describieron, en general, unas perspectivas de empleo estables o una mejora de dichas perspectivas, la tendencia observada en las manufacturas aún era, en promedio, ligeramente negativa. Muchos contactos hicieron hincapié en los esfuerzos por elevar la productividad a través de la inversión en digitalización o inteligencia artificial, en respuesta, bien al crecimiento de los salarios, bien a la escasez de mano de obra y de personal cualificado.

**Los contactos señalaron un crecimiento moderado de los precios agregados y esperaban que esta dinámica continuara en el trimestre siguiente, con un avance de los precios que seguía siendo más intenso en los servicios que en la industria (gráfico A y panel b del gráfico B).** El incremento más acusado de los precios seguía correspondiendo a los sectores de servicios empresariales y de consumo, y se veía impulsado por los salarios y por la creciente demanda. En el sector de servicios de transporte, el desvío de buques para evitar la zona del mar Rojo estaba contribuyendo a una subida de las tarifas de flete, ya que la capacidad se redujo *de facto* y los clientes adelantaron sus pedidos para compensar los plazos de entrega más largos (lo que también elevó los costes de las existencias). En cambio, en el caso de los servicios de turismo y viajes, los contactos afirmaron que los consumidores se estaban volviendo más sensibles a los precios y que, en consecuencia, ya se estaban produciendo algunas presiones a la baja sobre los precios de los billetes de avión y el margen para nuevos aumentos de los de los hoteles se estaba reduciendo. Los contactos del sector minorista, en el que la competencia era fuerte y los clientes seguían siendo sensibles a los precios,

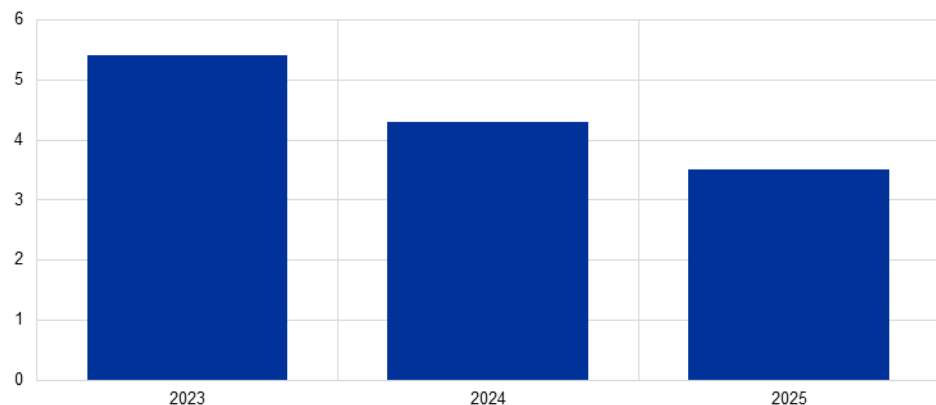
tendieron a indicar que los precios se habían mantenido estables o habían disminuido ligeramente, así como que se estaban produciendo presiones sobre los márgenes. La gran mayoría de los contactos del sector de manufacturas señalaron que los precios se habían mantenido prácticamente estables o habían aumentado levemente. En algunos sectores de bienes intermedios, como los de productos químicos y envases y embalajes, los precios se habían estabilizado o estaban empezando a subir, tras haber caído anteriormente hasta niveles muy bajos. En cambio, los precios de los vehículos de motor estaban sometidos a mayores presiones a la baja. Los contactos del sector manufacturero manifestaron que los costes de los materiales y la energía habían continuado siendo relativamente estables, lo que, en la mayoría de los casos, también implicaba unos márgenes bastante estables. Un factor que contribuyó a moderar los precios y los costes de este sector fue la debilidad de la demanda interna en China, que ayudó a contener los precios internacionales de las materias primas e incrementó la competencia de las importaciones.

**Los contactos esperaban que el crecimiento de los salarios continuara moderándose de forma gradual el próximo año, aunque, hasta cierto punto, aún compensaría la inflación pasada (gráfico C).** Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos esperaban que el avance de los salarios se ralentizara desde el 5,4 % en 2023 hasta el 4,3 % en 2024, y que siguieran desacelerándose hasta el 3,5 % en 2025. Si bien la caída de la inflación general hizo que muchos contactos anticiparan que el próximo año el crecimiento salarial sería más acorde con las regularidades históricas, otros afirmaron que los sindicatos continuaban tratando de lograr fuertes incrementos salariales para compensar la inflación pasada. En este contexto, el crecimiento previsto de los salarios para 2025 también dependía del calendario y la magnitud de las subidas salariales que ya se habían acordado.

### Gráfico C

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento salarial en su sector en 2023 y 2024, y de sus expectativas para 2025. Las medias correspondientes a 2023 y 2024 se basan en las indicaciones de 57 contactos y la media para 2025 en las indicaciones de 47 contactos

## 5 La dinámica de los diferenciales de inflación en la zona del euro

Anastasia Allayioti y Anna Beschin

### **El repunte de la inflación de la zona del euro en 2021 y 2022 llevó aparejado un aumento considerable de la dispersión de la inflación entre países.**

La persistencia de divergencias de inflación entre los países de la zona del euro puede tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria única. Por tanto, el BCE realiza un seguimiento de la evolución y de la naturaleza de los diferenciales de inflación. En este recuadro se analiza esta cuestión con el foco puesto en la reciente escalada de la inflación.

**La mayor parte de la dispersión de las tasas de inflación general tras la pandemia y la invasión de Ucrania por parte de Rusia se ha revertido.** Después de registrar tasas reducidas e incluso negativas durante la pandemia, la inflación comenzó a repuntar en 2021 y los diferenciales entre los países de la zona del euro empezaron a aumentar (gráfico A)<sup>1</sup>. Al final de 2022, los diferenciales habían crecido hasta alcanzar máximos históricos, superando los picos observados durante la crisis financiera mundial de 2007-2008. Cuando la inflación general llegó a un máximo del 10,6 % en octubre de 2022, las tasas de inflación oscilaban entre el 7,1 % en Francia y el 22,5 % en Estonia. Gran parte de la dispersión medida en términos de desviaciones típicas se debía a países de la zona del euro de menor tamaño y, en particular, a los países bálticos. Si se ponderan los resultados de las desviaciones típicas con los pesos relativos de los países en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) (véase la línea de color rojo del panel b del gráfico A), se reduce la dispersión medida, pero también se pone de relieve lo excepcionales que fueron estas variaciones recientes desde una perspectiva histórica. La evolución observada entre finales de 2022 y junio de 2024 implica una reversión fuerte y casi simétrica de la dispersión, aunque algunas fluctuaciones recientes la han situado ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia. La significativa reversión general implica que este patrón de dispersión es de naturaleza transitoria, más que persistente, y muestra asimismo que los descensos más pronunciados de las tasas de inflación se registraron en aquellos países que habían experimentado las mayores subidas anteriormente.

---

<sup>1</sup> Los diferenciales entre los distintos países en los años analizados se calculan sobre la base de la composición de la zona del euro en un momento determinado.

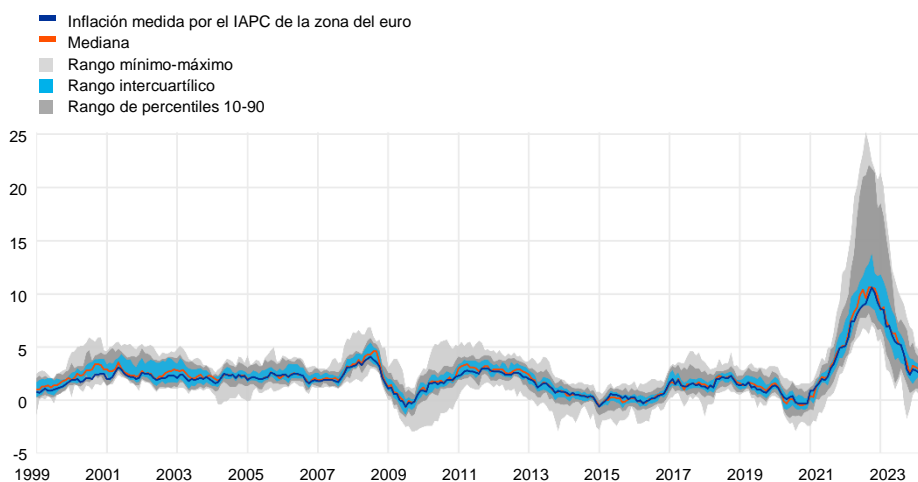


## Gráfico A

### Diferenciales de inflación general

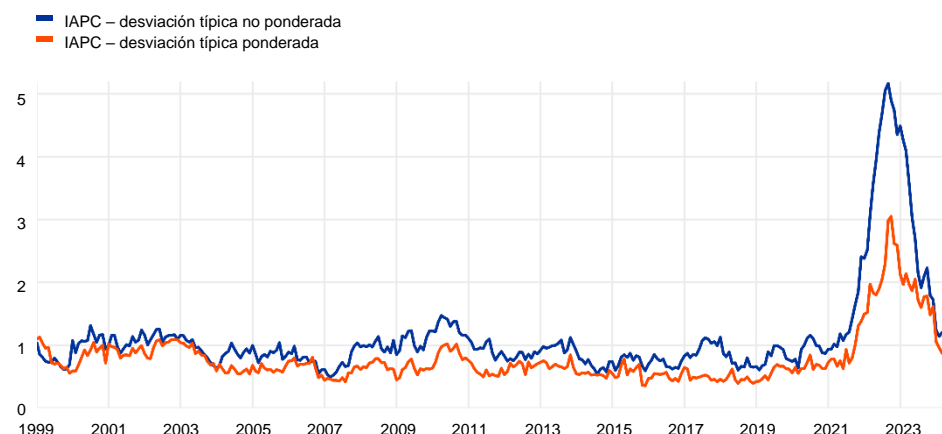
#### a) Rango de la inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)



#### b) Desviaciones típicas del IAPC

(desviaciones típicas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024. En el panel b, la desviación típica ponderada se calcula teniendo en cuenta los pesos de los países (gasto en consumo monetario final de los hogares) dentro de la zona del euro.

### Los precios de la energía y de los alimentos desempeñaron un papel significativo en esta reciente dispersión de las tasas de inflación general.

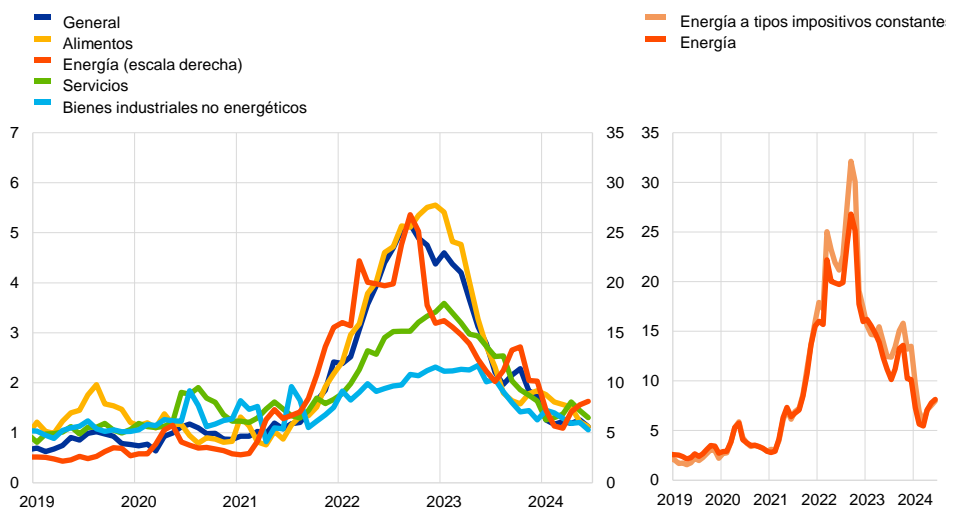
La pandemia y la guerra en Ucrania dieron lugar a una combinación singular de perturbaciones comunes que afectaron a los países de la zona del euro. La inflación se incrementó de manera acusada como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta, de los efectos de la reapertura tras la pandemia y de las fuertes subidas de los precios de las materias primas energéticas y alimenticias. Aunque los tipos de perturbación fueron los mismos en todos los países de la zona del euro, la posterior dispersión de las tasas de inflación nacionales implica distintos grados de exposición a dichas perturbaciones y diferentes impactos económicos derivados de ellas. La dispersión viene determinada por las disparidades en las estructuras económicas, los mecanismos de ajuste y las respuestas de la política económica. Por ejemplo, los países en los que la energía y los alimentos tienen un mayor peso

en la cesta del IAPC, en principio, se ven más afectados por una perturbación común en los precios de las materias primas subyacentes. Por consiguiente, las divergencias en la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos explican la mayor parte de la dispersión de la inflación general (panel a del gráfico B). En el caso de la inflación de la energía, esto se debió, en parte, a diferencias en los *mix* energéticos (por ejemplo, en los combustibles, el gas y la electricidad, que son los que más contribuyen al componente energético del IAPC), en las modalidades de contratación y los patrones de consumo, en los enfoques regulatorios y en las medidas de apoyo público de los distintos países<sup>2</sup>. La dispersión de las tasas de variación de los precios de la energía en torno al pico de inflación es mayor cuando se calcula a partir del componente energético del IAPC a tipos impositivos constantes (panel b del gráfico B), lo que indica un impacto moderador de las medidas públicas<sup>3</sup>. La dispersión de la inflación de los alimentos alcanzó un máximo más tarde que la de la inflación energética, pero desde entonces se ha reducido sustancialmente, lo que refleja también, como en el caso de la energía, la tendencia a la baja de los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2022.

### Gráfico B

#### Dispersión de la inflación general y sus componentes entre los países de la zona del euro

(desviaciones típicas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

- <sup>2</sup> La introducción y eventual retirada de medidas fiscales destinadas a compensar el encarecimiento de la energía y la inflación no han sido homogéneas entre países. Más recientemente, entre los cambios observados en los cinco países más grandes de la zona del euro se incluyen la finalización de las rebajas del IVA de distintos componentes energéticos (Alemania, España e Italia), la reversión de las reducciones de los impuestos especiales y de los cargos de servicio (España, Italia y Países Bajos), la eliminación de la limitación del incremento de los precios regulados del gas (España) y una disminución de las medidas de apoyo relativas al escudo tarifario sobre la electricidad (Francia).
- <sup>3</sup> Es probable que el impacto de los impuestos indirectos subestime el efecto global de las medidas públicas sobre los diferenciales de la inflación de la energía, ya que algunas medidas adoptaron la forma de subvenciones a los hogares o precios regulados (y también de topes a los precios).

**La dispersión de los subcomponentes de la inflación subyacente (bienes y servicios) también ha sido considerable entre países (panel a del gráfico B).**

Es probable que estas divergencias se expliquen por las diferentes velocidades a las que se ha producido la reapertura y las distintas exposiciones a las interrupciones en el suministro tras la pandemia. Otro factor puede haber sido la heterogeneidad de los efectos indirectos causados por los elevados costes de la energía. La dispersión de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido sistemáticamente la más baja de todos los subcomponentes del IAPC desde mediados de 2021. Esto puede deberse a que este subcomponente refleja los precios de los bienes comercializados internacionalmente, de modo que los determinantes de la dispersión son más homogéneos entre países. En comparación, la dispersión de la inflación en los servicios fue visiblemente mayor. Es probable que esto refleje la evolución dispar de muchos de sus componentes, como turismo y viajes, alquileres y algunos precios administrados, a causa, por ejemplo, de efectos indirectos heterogéneos de los precios de la energía o de los alimentos, y de los diferentes pesos en los distintos países. En junio de 2024, la dispersión de la tasa de variación tanto de los precios de los bienes industriales no energéticos como de los servicios había retornado a los niveles anteriores a la pandemia. Mientras que en el caso de los bienes esto ha supuesto tasas de inflación más alineadas en torno a las medias históricas, en los servicios las tasas se han alineado en torno a un nivel todavía elevado. Por tanto, una reducción de la dispersión sería compatible con la idea de que, en los distintos países, la persistencia de la inflación de los servicios viene determinada por factores comunes.

**En conjunto, los elevados diferenciales de inflación observados durante el período de escalada inflacionista no provocaron cambios sustanciales en los niveles generales de precios relativos en los distintos países.**

Si bien el repunte de la inflación y su reversión en los últimos años no han tenido un impacto duradero en los diferenciales de inflación, no se descartan implicaciones más persistentes para los niveles de precios y el coste de la vida relativos de cada país y, en última instancia, para la competitividad relativa de algunos países frente a sus homólogos de la zona del euro. Un indicador importante para este tipo de evaluación es el índice de nivel de precios (PLI, por sus siglas en inglés) publicado por Eurostat<sup>4</sup>. Si el análisis se centra en los años transcurridos desde 2020 y en las fuertes fluctuaciones registradas por la inflación, parece que el repunte inflacionista no ha generado cambios sustanciales en los niveles de precios relativos en la mayoría de los países (gráfico C). Sin embargo, se observan incrementos considerables en algunos de los más pequeños, como en los países bálticos entre 2021 y 2023, cuando el coste de la vida experimentó un ajuste al alza en relación con el nivel de precios del conjunto de la zona del euro. Este ajuste alcista continuó aumentando ligeramente en 2023, aunque la dispersión de la inflación ya estaba disminuyendo. También se observan ajustes al alza, aunque de menor magnitud, en los otros

<sup>4</sup> Los PLI se publican con un desfase. Los últimos datos disponibles corresponden a 2023 y se publicaron en junio de 2024. Para los países de la zona del euro (que comparten el mismo tipo de cambio), los PLI miden la diferencia entre países en los niveles de precios de la misma cesta de bienes o servicios. La media se indexa a 100: si el PLI es superior a 100, el país en cuestión es relativamente caro en comparación con la zona del euro, pero si el valor del índice es inferior a 100, el país es relativamente barato. Para consultar información acerca de la metodología, véase la página sobre [paridades del poder adquisitivo](#) en el sitio web de Eurostat.

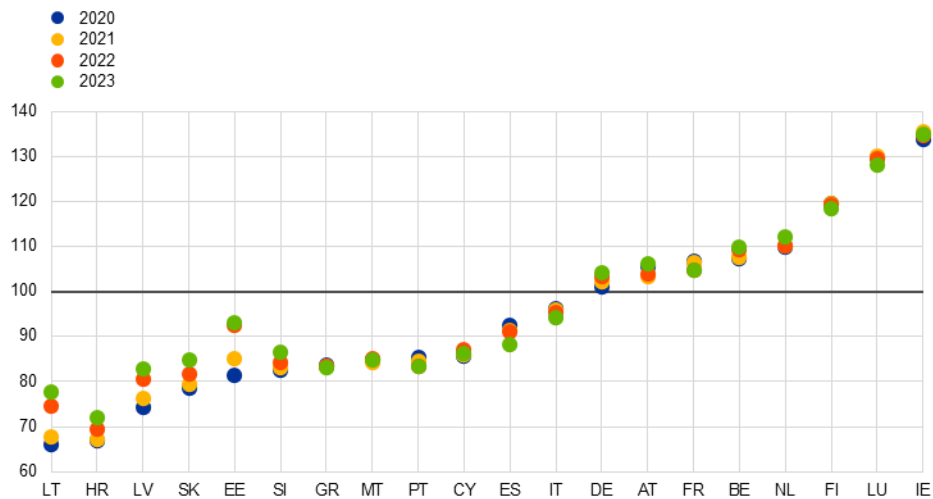
países de Europa Central y Oriental, Croacia, Eslovenia y Eslovaquia<sup>5</sup>. Por lo que respecta a los países más grandes de la zona del euro, la evolución de la inflación apenas influyó en el nivel de precios relativos, que aumentó levemente en Alemania y en los Países Bajos, pero registró un ligero descenso en España, Francia e Italia. En muchas economías, la energía y los alimentos tuvieron el efecto contrario en el movimiento del nivel general de precios relativos entre 2021 y 2023, pero en los países bálticos ambos componentes actuaron en el mismo sentido ascendente (gráfico D). En el caso de Francia, tanto la energía como los alimentos contribuyeron a una caída del nivel general de precios relativos en comparación con el de la zona del euro.

### Gráfico C

#### Niveles de precios comparativos en la zona del euro

##### Gasto en consumo total de los hogares

(índice de nivel de precios; zona del euro = 100)



Fuente: Eurostat.

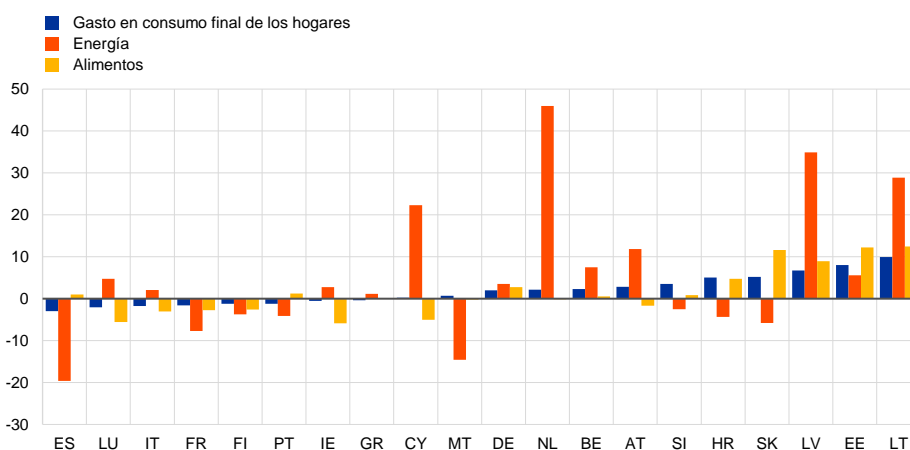
Nota: Los países se muestran en orden ascendente en función de su PLI de 2020.

<sup>5</sup> Este considerable ajuste relativo de los niveles de precios en los países bálticos y en otros países de Europa Central y Oriental también es perceptible en los datos del IAPC. En comparación con 2019, sus índices del IAPC general en 2023 se situaron aproximadamente entre un 5 % y un 15 % por encima del índice agregado de la zona del euro. En conjunto, los datos del primer semestre de 2024 confirman, en líneas generales, el ajuste relativo observado en 2023.

## Gráfico D

### Variaciones de los niveles de precios comparativos entre 2021 y 2023 en la zona del euro

(variaciones en puntos del índice de nivel de precios)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**En resumen, los diferenciales de inflación de la zona del euro aumentaron de forma acusada a raíz de la pandemia y la crisis energética, pero desde entonces han retornado en gran medida a los niveles previos a la pandemia.**

Las diferencias entre países en la inflación de la energía y de los alimentos fueron los principales factores determinantes del aumento y de la reciente reversión de la dispersión de la inflación general, lo que refleja el hecho de que la perturbación inicial de los precios de las materias primas ha sido absorbida en gran parte. Al mismo tiempo, parece que la dispersión temporalmente elevada de la inflación entre países tendrá, para algunos de los países más pequeños de la zona del euro, implicaciones más persistentes en términos de un ajuste al alza de sus niveles de precios relativos.

## 6 Expectativas de precios de venta de los servicios y su contenido informativo acerca de las presiones sobre los precios de consumo

Elena Bobeica, Joan Paredes, Théodore Renault y Flavie Rousseau

**Las encuestas recientes sobre las expectativas de precios de venta de las empresas apuntan a una dinámica de precios que se ha moderado de forma sustancial tras la fuerte perturbación inflacionista observada recientemente, aunque con un ajuste más lento en los servicios que en los bienes (gráfico A).**

Las empresas desempeñan un papel fundamental en el proceso de formación de precios, por lo que sus expectativas sobre los precios de venta pueden ser un indicador importante de la dinámica de los precios de consumo<sup>1</sup>. Este recuadro se centra en el contenido informativo de las expectativas de precios de venta del sector servicios de la zona del euro recopiladas por la Comisión Europea, que incluyen las expectativas de las empresas que operan en los segmentos de negocio tanto entre empresas (*business-to-business*) como entre empresas y consumidores (*business-to-consumer*)<sup>2</sup>. Actualmente, las expectativas de precios de venta de los servicios apuntan a una disminución significativa de los precios con respecto a los observados durante el acusado repunte inflacionista, pero su corrección ha sido menos completa que la de las expectativas correspondientes en las manufacturas.

---

<sup>1</sup> Para la zona del euro existen tres fuentes de información importantes sobre las expectativas de precios de venta de las empresas: i) las [encuestas de consumidores y empresas de la Comisión Europea \(DG ECFIN\)](#); ii) la [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE\)](#), y iii) información recopilada en el contexto del [diálogo trimestral del BCE con las sociedades no financieras](#).

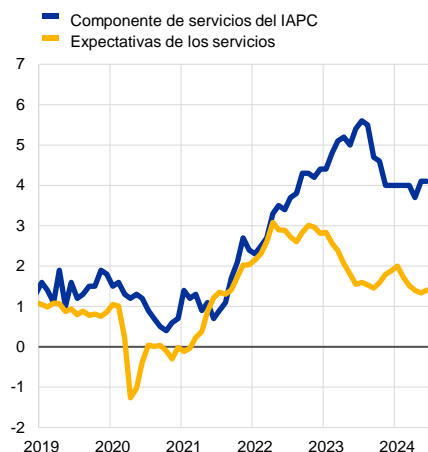
<sup>2</sup> Los datos abarcan los servicios relacionados con el transporte, el alojamiento y la restauración, la información y las comunicaciones, y los servicios inmobiliarios, así como los servicios financieros, profesionales, administrativos y diversos. La pregunta de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta es cualitativa y está formulada de la siguiente manera: «¿Cómo espera usted que cambien sus precios de venta durante los próximos 3 meses? Aumentarán, seguirán igual o descenderán».

## Gráfico A

Evolución reciente de las expectativas de precios de venta a tres meses vista en la zona del euro e inflación sectorial del IAPC

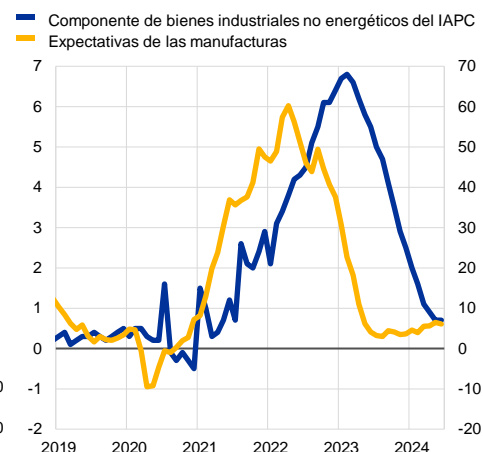
### a) Servicios

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)



### b) Manufacturas

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y Eurostat.  
Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

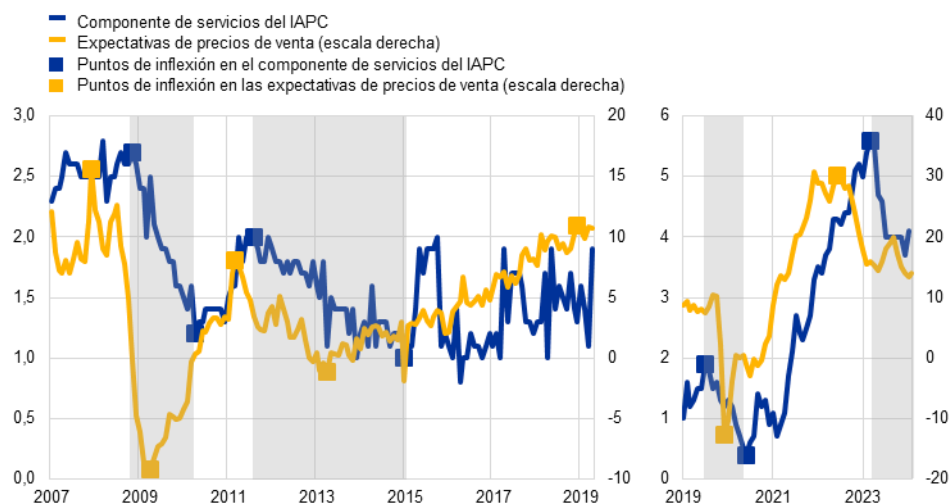
**Resulta útil realizar un seguimiento de las expectativas de precios de venta de los servicios para detectar señales incipientes de puntos de inflexión en la inflación de los precios de consumo de los servicios.** Cuando se analizan las fluctuaciones más intensas, los puntos de inflexión de las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea tienden a producirse antes que los del componente de servicios del IAPC (gráfico B). En el caso del máximo alcanzado más recientemente, este adelanto fue de diez meses. La explicación es que este tipo de indicadores de encuestas tienden a captar con rapidez el impacto de las perturbaciones de oferta y su posterior desaparición, ya que tienen carácter prospectivo y reflejan las prácticas de fijación de precios en fases más tempranas de su proceso de formación<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Los precios de producción de los servicios podrían ser una fuente de información adicional de las presiones inflacionistas en fases anteriores del proceso de formación de precios, pero solo están disponibles con frecuencia trimestral, a partir del primer trimestre de 2021, y se publican con un retardo. Esto implica que el análisis de las presiones latentes desde los precios de producción hasta los precios de consumo es menos relevante en el caso de los servicios y sugiere que conviene examinar la relación directa entre las expectativas de precios de venta y los precios de consumo.

## Gráfico B

### Puntos de inflexión en el componente de servicios del IAPC y en las expectativas de precios de venta de la Comisión Europea

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), Eurostat y cálculos del BCE.

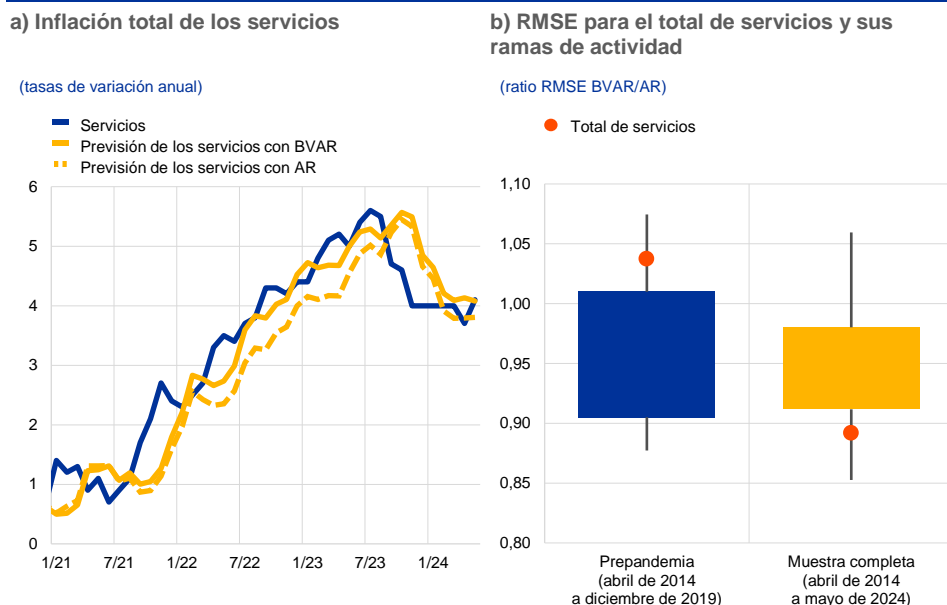
Notas: Las zonas sombreadas muestran períodos de desaceleración de la inflación de los servicios. Los puntos de inflexión se identifican utilizando un algoritmo de Bry y Boschan modificado (véase G. Bry y C. Boschan, «Programmed selection of Cyclical Turning Points», en G. Bry y C. Boschan (eds.), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, National Bureau of Economic Research, 1971, pp. 7-63). Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

**Las propiedades de indicador adelantado de las expectativas de precios de venta en los servicios fueron particularmente evidentes durante la reciente escalada de la inflación.** En un ejercicio simple de previsión, en el panel a del gráfico C se compara la inflación observada en el componente de servicios del IAPC de la zona del euro con previsiones a tres meses vista en tiempo real basadas en un modelo bayesiano estándar de vectores autorregresivos (BVAR, por sus siglas en inglés) bivalente, que incluye la tasa de variación de los precios de los servicios y las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea. Si bien hasta el inicio del repunte inflacionista las previsiones del modelo BVAR son muy similares a las que surgen de un proceso autorregresivo (AR) simple de la inflación del IAPC de los servicios, posteriormente se aproximan más a los datos observados. Lo mismo ocurre en todas las ramas de actividad de los servicios, como ilustran las barras del panel b del gráfico C, que muestran la raíz del error cuadrático medio (RMSE, por sus siglas en inglés) relativo de las previsiones a tres meses vista basadas en modelos sectoriales BVAR bivalentes —con datos del IAPC y las expectativas de precios de venta— en comparación con las basadas en procesos AR simples. El gráfico C abarca 16 ramas de actividad de servicios, así como el total de servicios (puntos rojos), y sugiere que, al añadir las observaciones pospandemia, las expectativas mostraron propiedades de indicador adelantado más claras. Las RMSE se sitúan de forma más marcada por debajo de 1, especialmente para el total de servicios, lo que indica que las expectativas añaden capacidad de predicción en relación con el modelo básico de referencia.



## Gráfico C

### Propiedades predictivas de las expectativas de precios de venta sobre la inflación total de los servicios y sobre la inflación de las ramas de actividad de los servicios



Fuente: Comisión Europea (DG-ECFIN), Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Las previsiones fuera de la muestra se elaboraron de manera recursiva (ventana expansiva) utilizando el conjunto de herramientas BEAR teniendo en cuenta doce retardos y priors estándar. Para el sector servicios, el período muestral abarca desde enero de 1992 hasta mayo de 2024. Sin embargo, en el caso de las ramas de actividad, los períodos de la muestra varían en función de la disponibilidad de datos. La muestra de evaluación de las previsiones a tres meses vista es la misma para todas las ramas y comienza en abril de 2014 por motivos de disponibilidad de datos. La RMSE se calcula para dos períodos distintos: el período prepandemia, comprendido entre abril de 2014 y diciembre de 2019, y el período de la muestra completa, que abarca desde abril de 2014 hasta mayo de 2024. Los datos granulares de la Comisión Europea, clasificados según la NACE, se emparejaron con los datos del IAPC según la clasificación COICOP, obteniendo 16 ramas de actividad emparejadas con datos históricos correspondientes a un período suficientemente largo. La RMSE relativa se expresa en comparación con un modelo AR de referencia; un número inferior a 1 muestra que el modelo BVAR que incluye las expectativas es superior a un proceso AR.

### La capacidad predictiva de las expectativas de precios de venta de la Comisión Europea sobre la inflación del IAPC del total de los servicios parece ser altamente no lineal, según un modelo de *machine learning*.

Un modelo de árboles de decisión de regresión cuantílica (*quantile regression forest*, QRF) puede captar una relación no lineal general entre la inflación del componente de servicios del IAPC de la zona del euro y un amplio conjunto de determinantes<sup>4</sup>. La contribución de las expectativas de precios de venta para explicar la tasa de inflación interanual del total de servicios a tres meses vista era limitada antes de la pandemia, pero posteriormente aumentó de forma no lineal (panel a del gráfico D). De hecho, el modelo QRF presenta un efecto umbral para las expectativas de precios de venta, es decir, un nivel a partir del cual su contribución para explicar la inflación de los servicios se dispara repentinamente. Esta no linealidad podría estar relacionada con el hecho de que esta variable de la encuesta es indicativa de la frecuencia de ajustes en los precios (dada la formulación específica de las preguntas correspondientes), frecuencia que aumentó y pasó a ser muy relevante durante el episodio de alta inflación. Antes del fuerte repunte de la inflación, este indicador ocupaba, en promedio, el decimotercer lugar de la clasificación a la hora

<sup>4</sup> Las estimaciones del modelo QRF y el conjunto de datos siguen a M. Lenza, I. Moutachaker y J. Paredes, «Density Forecasts of Inflation: A Quantile Regression Forest approach», *Working Paper Series*, n.º 2830, BCE, 2023. Las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea se añadieron al conjunto de datos original.

de explicar la inflación futura, mientras que actualmente ocupa el quinto puesto (panel b del gráfico D).

### Gráfico D

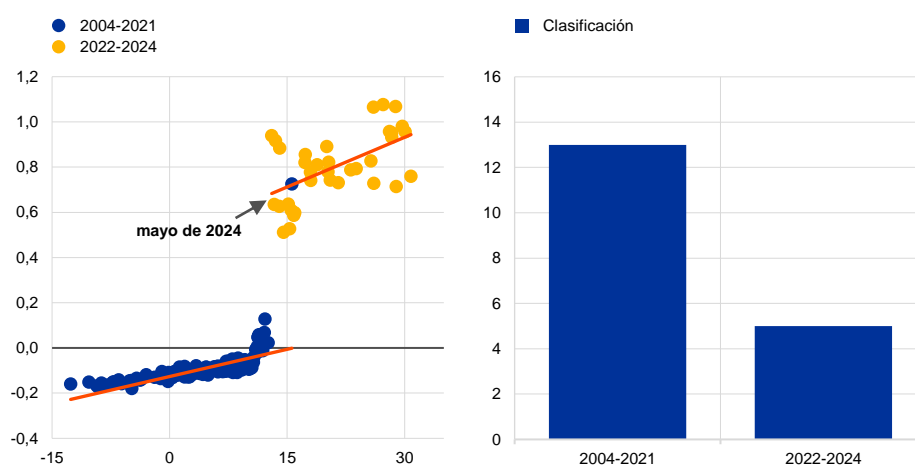
Contribución de las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea para explicar la inflación de los servicios

a) Contribución de las expectativas de precios de venta a la inflación interanual de los servicios a tres meses vista

b) Clasificación de las expectativas de precios de venta para explicar la inflación interanual de los servicios a tres meses vista (entre 60 variables)

(eje de abscisas: expectativas de precios de venta de los servicios, saldos de respuestas; eje de ordenadas: desviaciones en puntos porcentuales de la contribución de la inflación de los servicios con respecto a la media)

(clasificación)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), BCE y cálculos del BCE  
 Nota: «2004-2021» incluye de 2004 a septiembre de 2021; «2022-2024» comprende de octubre de 2021 a mayo de 2024.

**En resumen, las expectativas de precios de venta de los servicios tienen, en efecto, cierta capacidad predictiva del IAPC de este sector, que es más apreciable en torno a los puntos de inflexión y cuando la inflación es elevada.**

Los datos sobre las expectativas de precios de venta de los servicios pueden utilizarse para calibrar las presiones inflacionistas en fases más tempranas del proceso de formación de precios, dadas las limitaciones de datos sobre precios de producción de los servicios. Los datos de las encuestas pueden ser indicativos en épocas de puntos de inflexión importantes y pueden presentar no linealidades. Durante la reciente escalada de la inflación, las expectativas de precios de venta ayudaron a predecir la inflación del componente de servicios del IAPC, pero es probable que la no linealidad de la capacidad predictiva esté disminuyendo a medida que la inflación se va normalizando.

## La rentabilidad del capital y sus determinantes en los últimos tiempos

John Hutchinson y Arthur Saint Guilhem

**Desde que los tipos de interés reales alcanzaron su nivel máximo en la década de los ochenta, se ha acrecentado la divergencia entre la rentabilidad del capital productivo y la de los activos seguros.** Resulta interesante entender esta tendencia dadas las posibles implicaciones para la inversión. La rentabilidad del capital destinado a fines productivos es una métrica importante de la inversión. Habida cuenta de que el tipo de interés sin riesgo sirve como coste de oportunidad para invertir en capital productivo, una brecha persistente puede sugerir que los inversores dudan a la hora de asignar recursos a proyectos percibidos como de mayor riesgo, lo que se traduce en una asignación ineficiente del capital y una inversión insuficiente. Esta situación plantea riesgos para la considerable inversión necesaria para avanzar en la transición ecológica. En este recuadro se examina qué factores podrían explicar esta brecha y se llega a la conclusión de que el principal es una prima de riesgo más elevada, si bien el aumento de las rentas económicas también influye.

**Para estimar la rentabilidad del capital hay que aplicar diversos supuestos, especialmente en lo que respecta a los activos financieros y al papel del sector de la vivienda en el stock de capital.** Otras consideraciones se refieren al cálculo de las rentas de capital y a si debe incluirse la economía total o únicamente los sectores productivos. En consecuencia, pueden adoptarse distintos enfoques.

**En este recuadro se utiliza una medida amplia: la rentabilidad real del capital antes de impuestos para el conjunto de la economía<sup>1</sup>.** Esta medida se calcula como la renta interior neta menos la remuneración total dividida por el *stock* de capital neto. Desde la década de los noventa, la medida ha fluctuado dentro de un rango relativamente estrecho tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, observándose una ligera tendencia al alza en el país americano<sup>2</sup>. La rentabilidad del capital también ha sido sistemáticamente más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro. La brecha se calcula como la diferencia entre la rentabilidad del capital y el tipo de interés real libre de riesgo que, a efectos de este recuadro, se define como el euríbor a tres meses (para la zona del euro) o el tipo de interés de las letras del Tesoro (para Estados Unidos) menos las expectativas de inflación a un año vista.

<sup>1</sup> Aunque el componente fiscal es un factor relevante desde el punto de vista económico en las decisiones de inversión de las empresas, no se dispone de datos armonizados sobre rentabilidades después de impuestos.

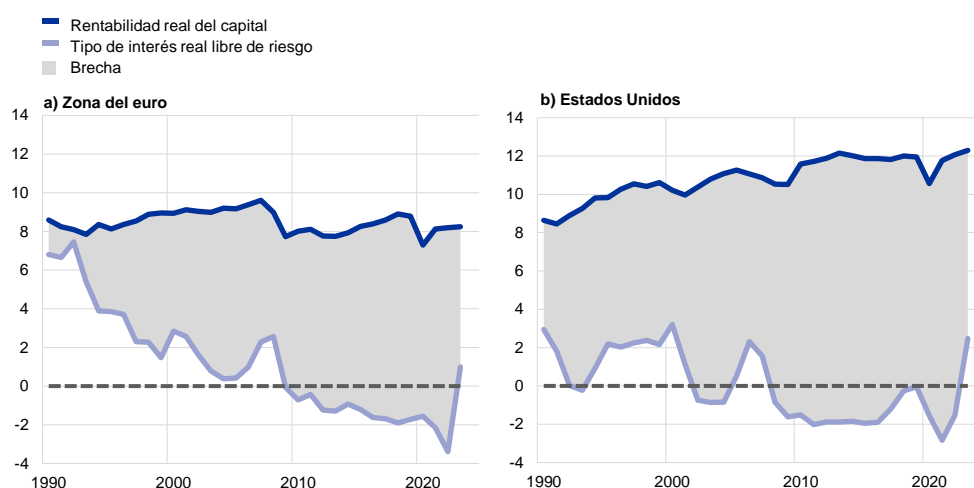
<sup>2</sup> Existe un cierto debate sobre el hecho de que el *stock* de activos intangibles podría estar infravalorado en las cuentas nacionales, lo que podría dar lugar a una sobreestimación de la rentabilidad del capital. Un cálculo aproximado, suponiendo una infravaloración de los activos intangibles del 50 %, indica que el impacto en la rentabilidad del capital seguiría siendo limitado (menos de 1 punto porcentual). Estas conclusiones se corresponden con las de E. Farhi y F. Gourio, «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia», Brookings Papers on Economic Activity, otoño de 2018, pp. 147-250.

**La creciente brecha entre la rentabilidad del capital y el tipo de interés libre de riesgo alcanzó un máximo durante la pandemia tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y después se redujo durante el reciente ciclo de endurecimiento de tipos.** La rentabilidad relativamente estable del capital contrasta notablemente con la disminución a largo plazo de la rentabilidad real de los activos seguros. La brecha siguió experimentando un aumento significativo y alcanzó su máximo durante el reciente período de escalada de la inflación (gráfico A). La posterior respuesta de la política monetaria y el descenso de las expectativas de inflación han dado lugar a un incremento del tipo de interés real libre de riesgo, lo que ha reducido la brecha entre este y la rentabilidad del capital.

### Gráfico A

Brecha entre la rentabilidad del capital y los tipos de interés libres de riesgo en la zona del euro y en Estados Unidos

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO, base de datos económicos de la Reserva Federal (FRED), base de datos Area-Wide Model (AWM), Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: La rentabilidad real del capital es la rentabilidad antes de impuestos en la zona del euro y en Estados Unidos. Los tipos de interés reales se calculan como la diferencia entre el euríbor a tres meses o el tipo de las letras del Tesoro y las expectativas de inflación a un año vista. Los últimos datos corresponden a 2023.

**Para analizar los factores que determinan esta brecha en la zona del euro, se utiliza un marco contable propuesto por Caballero, Farhi y Gourinchas que vincula la evolución de la brecha a la evolución de cuatro variables económicas fundamentales: la participación del factor trabajo, la prima de riesgo, la pérdida de capital esperada y los márgenes<sup>3</sup>.** La participación del factor trabajo puede observarse y se toma como la participación de los salarios ajustada extraída de la base de datos AMECO de la Comisión Europea<sup>4</sup>. A partir de

<sup>3</sup> Véase R. J. Caballero, E. Farhi y P-O. Gourinchas, «Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares» *American Economic Review*, vol. 107(5), mayo de 2017, pp. 614-620. Hasta la fecha, solo un reducido número de estudios han examinado los factores determinantes de esta brecha. Véanse también K. Daly, «A Secular Increase in the Equity Risk Premium», *International Finance*, vol. 19(2), verano de 2016, pp. 179-200; J. Hutchinson y A. Saint Guilhem, «The wedge between the return on capital and risk-free rates», *Eco Notepad*, Banque de France, febrero de 2019; y M. Marx, B. Mojon y F. R. Velde, «Why have interest rates fallen far below the return on capital?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 124(S), noviembre de 2021, pp. 57-76.

<sup>4</sup> La participación de los salarios ajustada se calcula como la relación entre la remuneración total (ajustada por el empleo total) y el PIB nominal.

la participación de los salarios y de la elasticidad de la producción al capital, se puede inferir una medida del margen medio sobre los bienes (una aproximación de las rentas económicas en este marco, que es inversamente proporcional a la participación del factor trabajo). La rentabilidad media real del capital se define como la ratio entre las rentas de capital reales y el *stock* de capital, neto de depreciación. La prima de riesgo del capital se estima entonces como la rentabilidad del capital que excede del tipo de interés sin riesgo, teniendo en cuenta la depreciación, las rentas y las pérdidas de capital esperadas debido a la disminución del precio de la inversión a lo largo del tiempo. En este ejercicio se adopta una función de producción de Cobb-Douglas en lugar de una función de producción con elasticidad de sustitución constante (*constant elasticity of substitution*, CES). Este enfoque implica que los cambios en la participación del factor trabajo se atribuyen a cambios en los márgenes y que la tecnología que aumenta el capital no influye<sup>5</sup>.

**Utilizando datos para la zona del euro y Estados Unidos, este marco se calibra para replicar la brecha observada entre la rentabilidad del capital antes de impuestos y el tipo de interés libre de riesgo entre 1990 y 2023 (gráfico B).**

Desde mediados de la década de 2000 aproximadamente, la brecha ha aumentado en ambas jurisdicciones. En la zona del euro, este incremento puede atribuirse principalmente a la prima de riesgo, sobre todo desde la pandemia, mientras que la contribución de los márgenes se ha reducido algo, aunque ha sido significativa a lo largo de los distintos períodos. El cambio de esta última puede reflejar el impacto de las reformas de los mercados de trabajo y de productos aplicadas en la zona del euro tras la crisis financiera global y su crisis de deuda soberana. En Estados Unidos, el aumento se debió, fundamentalmente, al alza de la prima de riesgo y, en menor medida, de los márgenes. La brecha y los factores que la explican en este marco apenas han variado en Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia. La observación de que una proporción considerable de la brecha en Estados Unidos se debe a los márgenes coincide con estudios empíricos que indican que estos se han incrementado en los últimos treinta años en este país<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Aunque no se muestra, también se utilizó una función de producción con CES como comparación, y los principales resultados siguieron siendo los mismos.

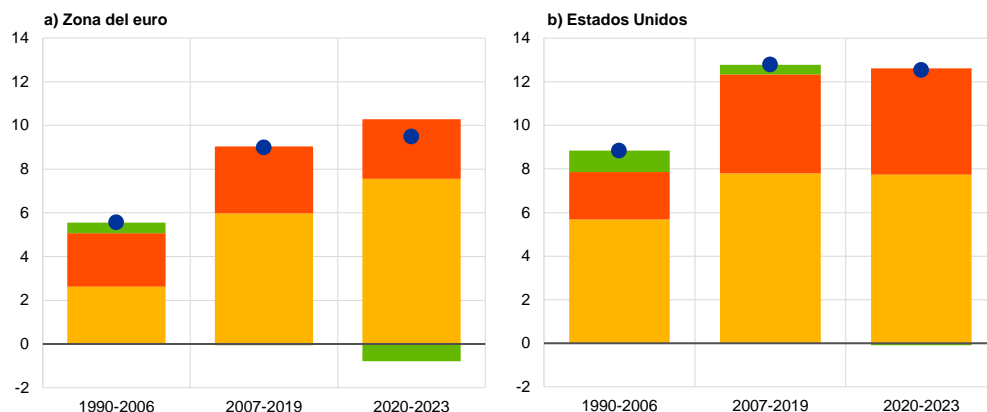
<sup>6</sup> Los estudios muestran que el aumento de los márgenes viene determinado por la cola superior de la distribución de márgenes. Véase, por ejemplo, J. De Loecker, J. Eeckhout y G. Unger, «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, Issue 2, mayo de 2020, pp. 561-644.

## Gráfico B

### Descomposición de la brecha entre la rentabilidad del capital y los tipos de interés libres de riesgo

(puntos porcentuales)

- Brecha
- Prima de riesgo
- Margen
- Pérdida de capital esperada



Fuentes: Base de datos AMECO, base de datos FRED, base de datos AWM, Consensus Economics y cálculos del BCE.

**El aumento de la prima de riesgo en la zona del euro desde la pandemia puede atribuirse a la mayor incertidumbre derivada de ese suceso y de los acontecimientos geopolíticos, así como a una tendencia de más largo plazo de incremento de la demanda de activos seguros y de disminución de la oferta, lo que ha reducido el tipo de interés libre de riesgo y no ha afectado a la rentabilidad de los activos de riesgo.** Desde una perspectiva de más largo plazo, el significativo ascenso de la prima de riesgo desde el año 2000, aproximadamente, podría reflejar un aumento de la demanda de activos seguros, acentuado por los cambios regulatorios posteriores a la crisis y la caída general de la oferta de activos seguros. Estos factores han mermado progresivamente la oferta neta de activos seguros, lo que ha empujado a la baja el tipo de interés libre de riesgo, sin afectar a la rentabilidad de los activos de riesgo<sup>7,8</sup>. Se han identificado otros factores impulsores del descenso secular de los tipos de interés libres de riesgo, como la demografía y la baja productividad, pero su efecto sobre la brecha no está muy claro.

**Esta brecha persistente puede considerarse un indicador de ineficiencias en la asignación del capital.** La elevada rentabilidad del capital puede disuadir a las empresas, en particular a las que son más jóvenes y registran mayor productividad, de acometer proyectos de inversión, impidiendo así el crecimiento económico.

<sup>7</sup> Véanse R. J. Caballero, E. Farhi y P-O. Gourinchas, «Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand», *American Economic Review*, vol. 106(5), mayo de 2016, pp. 513-518; y T. R. T. Ferreira y S. Shousha, «Determinants of global neutral interest rates», *Journal of International Economics*, vol. 145, noviembre de 2023.

<sup>8</sup> Cabe señalar que las estimaciones recientes de los tipos de interés reales de equilibrio han aumentado ligeramente. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Actualización sobre las estimaciones del tipo de interés natural de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

Facilitar un mejor acceso a la financiación del capital podría reducir esta brecha, lo que fomentaría la inversión e impulsaría la transición ecológica.

**En la zona del euro, una mayor integración financiera, como la culminación de la unión de los mercados de capitales, podría contribuir a rebajar la prima de riesgo al reducir la fragmentación financiera, aumentar la diversificación de las carteras y mejorar la eficiencia de los mercados, lo que estimularía el escaso dinamismo de la inversión y apoyaría la transición ecológica en la zona.** La inversión requerida para que la zona del euro cumpla sus compromisos del paquete «Objetivo 55» es sustancial. Aunque algunas de estas necesidades de inversión podrían cubrirse con impuestos sobre el carbono, será precisa una inversión significativamente mayor para alcanzar los niveles necesarios<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Para consultar algunas estimaciones cuantitativas, véase el artículo titulado «[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023.

## 8 Proyecciones de los costes del envejecimiento: nueva evidencia del Informe de Envejecimiento de 2024

Edmund Moshhammer y Joachim Schroth

**En este recuadro se analizan las proyecciones elaboradas en los quince últimos años sobre los costes asociados al envejecimiento de la población en los países de la zona del euro, a partir de nueva evidencia procedente del Informe de Envejecimiento de 2024 («2024 Ageing Report») publicado recientemente.** Este informe<sup>1</sup>, publicado el 19 de abril de 2024, es la última edición de la serie de informes elaborados cada tres años por el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica, que apoya la labor del Consejo de la Unión Europea. Ofrece proyecciones del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población de los Estados miembros de la UE durante el período 2022-2070<sup>2</sup>. Sus conclusiones aportan información fundamental para los análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo que llevan a cabo la Comisión Europea y el BCE. Las proyecciones son también un elemento importante en la aplicación del marco fiscal reformado de la UE, que entró en vigor al final de abril de 2024 y hace un mayor hincapié en la necesidad de que los Gobiernos aborden los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**El Informe de Envejecimiento de 2024 prevé que los costes fiscales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro, expresados en porcentaje del PIB, aumenten del 25,1 % en 2022 al 26,5 % en 2070.** La evolución de estos costes difiere de unos países a otros, ya que partían de situaciones diferentes, por ejemplo, en términos de estructura demográfica o de entorno regulatorio (gráfico A)<sup>3</sup>. Se estima que en nueve países los costes se incrementarán en más de 4 puntos porcentuales, mientras que en seis se reducirán. Se considera que el aumento de los costes totales en el conjunto de la zona del euro asociados al envejecimiento obedecerá principalmente al incremento de los costes de las pensiones y, en menor medida, de los de atención sanitaria y cuidados de larga duración. A tenor de las proyecciones, el gasto en educación registrará un ligero descenso en todos los países. Si se comparan los intervalos de 2022-2045 y 2022-2070, se prevé que los costes relacionados con el envejecimiento de la población se incrementen en momentos muy diferentes en los distintos países. En general, estas proyecciones a largo plazo conllevan un alto grado de incertidumbre. A modo de ilustración, en un escenario de riesgo en el que, para la atención sanitaria y los cuidados de larga duración, se supone una mayor elasticidad de la demanda y convergencia de costes y cobertura entre países, en el informe se estima que los costes asociados al envejecimiento en la zona del euro podrían

<sup>1</sup> Véase «2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)», *European Economy – Institutional Papers*, n.º 279, Comisión Europea, abril de 2024.

<sup>2</sup> Para un análisis de los supuestos demográficos subyacentes, véase el recuadro titulado «EUROPOP2023: tendencias demográficas y sus implicaciones económicas para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

<sup>3</sup> Por ejemplo, trece países de la zona del euro cuentan con mecanismos automáticos de ajuste que afectan a las pensiones o vinculan la edad de jubilación a la esperanza de vida.

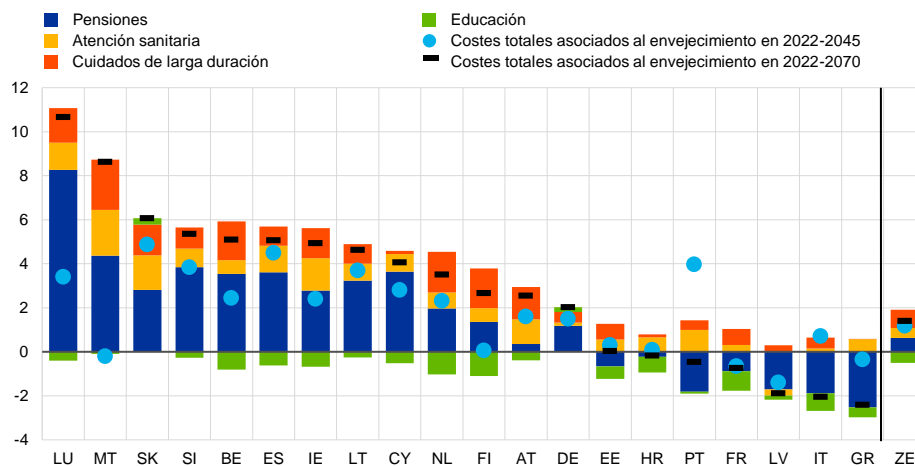


aumentar en 4 puntos porcentuales para 2070, frente a un incremento estimado de 1,4 puntos porcentuales en el escenario central.

### Gráfico A

#### Variación de los costes totales del envejecimiento y sus componentes

(puntos porcentuales; 2022-2070)



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Nota: Los costes totales asociados al envejecimiento se expresan en porcentaje del PIB.

**En comparación con las anteriores proyecciones publicadas hace tres años, se estima que los costes totales asociados al envejecimiento poblacional en la zona del euro aumentarán en 0,3 puntos porcentuales para 2070.** Esta estimación es el resultado de revisiones al alza de los costes fiscales relacionados con el envejecimiento en diez países de la zona del euro y a la baja en otros diez países. Las revisiones al alza de mayor magnitud corresponden a España —donde el gasto estimado para 2070 crecerá 7 puntos porcentuales más debido, en parte, a una reversión parcial de las reformas de los sistemas de pensiones de 2011 y 2013 en dicho país— y a Chipre, donde se considera que el gasto será 6 puntos porcentuales más elevado. En cambio, en el caso de Eslovaquia, el gasto en 2070 se ha revisado a la baja en 4 puntos porcentuales y el aumento de los costes proyectado entre 2022 y 2070 se ha corregido a la baja y se cifra en 6 puntos porcentuales, tras la reforma de las pensiones acometida en 2022.

**Si se adopta una perspectiva de más largo plazo analizando los informes de envejecimiento publicados desde 2009, se observan algunos patrones significativos (gráfico B).** Una evolución positiva que ha puesto de manifiesto el último informe es que se estima que solo en dos países el gasto público relacionado con el envejecimiento crecerá más de 6 puntos porcentuales a lo largo del horizonte de proyección<sup>4</sup>. En informes anteriores, doce países superaban ese umbral. Con todo, aún se prevé que la mayoría de los países experimenten un incremento considerable de los costes. Solo siete países muestran una senda estable o

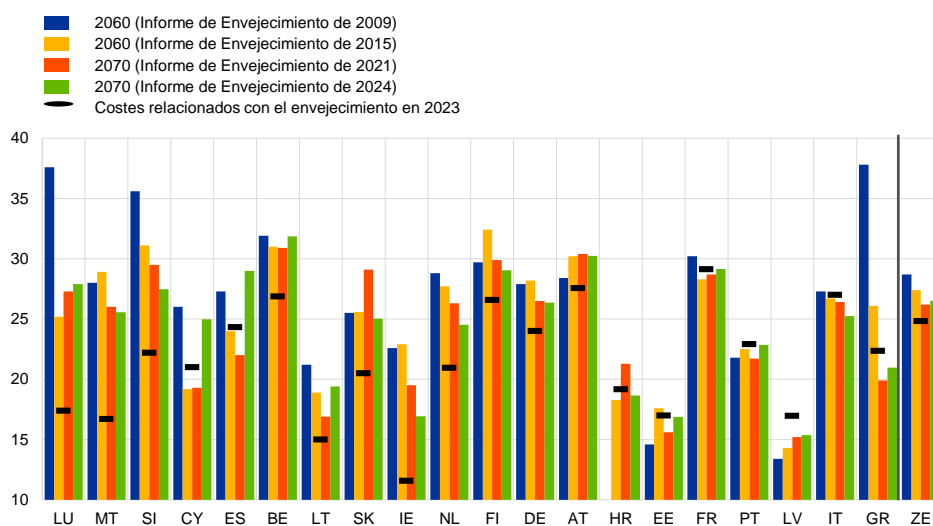
<sup>4</sup> Esto se debe a cambios en los supuestos y en las políticas estructurales aplicadas por los Estados miembros de la UE, pero también al hecho de que los costes observados asociados al envejecimiento han aumentado.

decreciente, con un aumento del gasto inferior a un punto porcentual del PIB, mientras que en el informe de 2015 este grupo estaba integrado por nueve países.

### Gráfico B

#### Costes totales del envejecimiento en 2023 y costes a largo plazo en las distintas proyecciones

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Informes de envejecimiento de 2009, 2015, 2021 y 2024, y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se comparan las proyecciones publicadas en el actual Informe de Envejecimiento con las de algunos informes anteriores. Los informes de 2009 y 2015 se refieren al horizonte de 2060, mientras que los de 2021 y 2024 se refieren al horizonte de 2070. En el caso de Croacia, solo se dispone de datos a partir del informe de 2015. Los países se ordenan según el aumento de los costes proyectado en el Informe de Envejecimiento de 2024.

#### El último Informe de Envejecimiento muestra que se espera que el incremento del gasto público en pensiones debido al envejecimiento de la población se vea mitigado por la reducción de las ratios de prestaciones, el retraso de la edad de jubilación y otros efectos estructurales del mercado de trabajo.

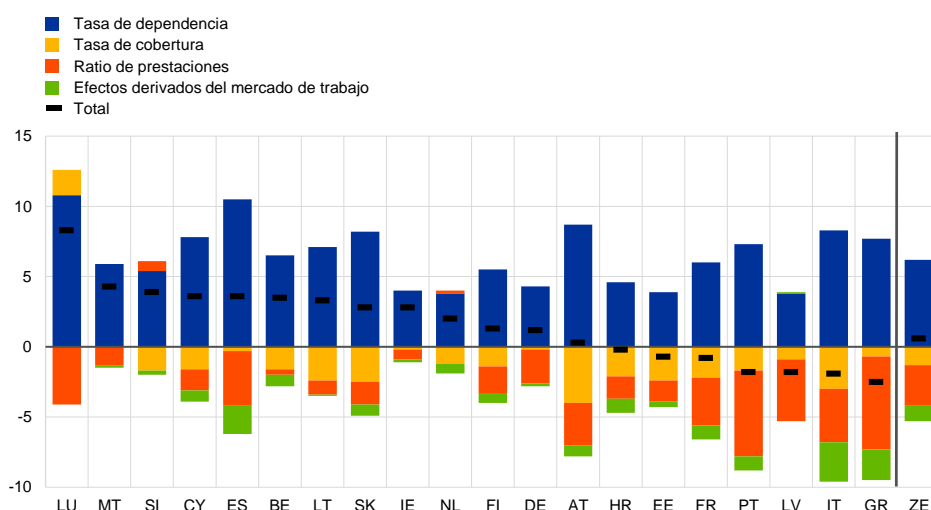
Si el gasto en pensiones se analiza en mayor profundidad, su dinámica puede descomponerse en cuatro componentes principales: la tasa de dependencia, la tasa de cobertura, la ratio de prestaciones y los efectos del mercado de trabajo. Se estima que la tasa de dependencia, es decir, el número de jóvenes y personas de edad avanzada en proporción de la población en edad de trabajar, elevará el gasto público en pensiones en todos los países, con un incremento de 6,2 puntos porcentuales, en promedio, para 2070 (gráfico C). Este impacto se vería contrarrestado por las contribuciones de la ratio de prestaciones (-2,9 puntos porcentuales), la tasa de cobertura (-1,3 puntos porcentuales) y los efectos del mercado de trabajo (-1,1 puntos porcentuales). La ratio de prestaciones mide el grado de generosidad del sistema de pensiones a través de la relación entre los pagos por pensiones y los salarios, y está determinada por la rapidez y la medida en que las prestaciones se ajustan a la inflación y al aumento de la productividad. Se prevé que Grecia y Portugal registrarán el mayor ahorro de costes debido a este factor. La tasa de cobertura expresa la relación entre el número de pensionistas y el total de personas mayores de 65 años, y depende de las reformas acometidas en el pasado centradas en la edad de jubilación, como el acceso a la jubilación anticipada o los cambios en la edad legal de jubilación. Las reducciones de costes más

significativas derivadas de este componente se proyectan para Eslovaquia. Los efectos del mercado de trabajo están determinados por cambios que afectan al empleo, la duración de la jornada laboral y la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. A tenor de las proyecciones, estos efectos disminuirán como resultado de reformas que incentivan la prolongación de la vida laboral y del incremento esperado de la tasa de empleo. Su impacto será mayor en Italia, donde se considera que una tasa de empleo más elevada y unas carreras laborales más largas reducirán el gasto público en pensiones en 2,8 puntos porcentuales para 2070.

### Gráfico C

#### Factores determinantes de las proyecciones de los costes de las pensiones

(puntos porcentuales; 2022-2070)



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico no se muestra el componente residual que se deriva de la interacción del resto de componentes y que reduce el coste total de las pensiones (expresado en porcentaje del PIB) entre 0,1 puntos porcentuales y 0,7 puntos porcentuales del PIB en los distintos países. En el caso de Luxemburgo, la tasa de cobertura y los efectos del mercado de trabajo no son significativos, ya que los trabajadores transfronterizos no se incluyen en las proyecciones de población activa.

### También se prevé que el envejecimiento de la población tenga un impacto adverso en las finanzas públicas hasta 2070 al reducir el crecimiento del producto potencial.

Según las proyecciones del Informe de Envejecimiento de 2024, el crecimiento del producto potencial de la zona del euro disminuirá desde el nivel medio del 1,4 % estimado para este año y los dos últimos años, hasta situarse en el 0,8 % a principios de la década de 2030, ya que el factor trabajo pasará a contribuir negativamente (gráfico D). En comparación con el informe de 2021, el avance del producto potencial en 2022-2024 se ha revisado al alza debido a sorpresas positivas en inmigración neta, tasas de actividad y tasas de empleo, mientras que se mantiene sin cambios en la primera mitad de la década de 2030, lo que se plasma en una desaceleración más acusada que la prevista anteriormente<sup>5</sup>. A largo plazo, se prevé que el crecimiento del producto potencial sea inferior al estimado actualmente, y que disminuya de forma gradual hasta el 1 % en 2070.

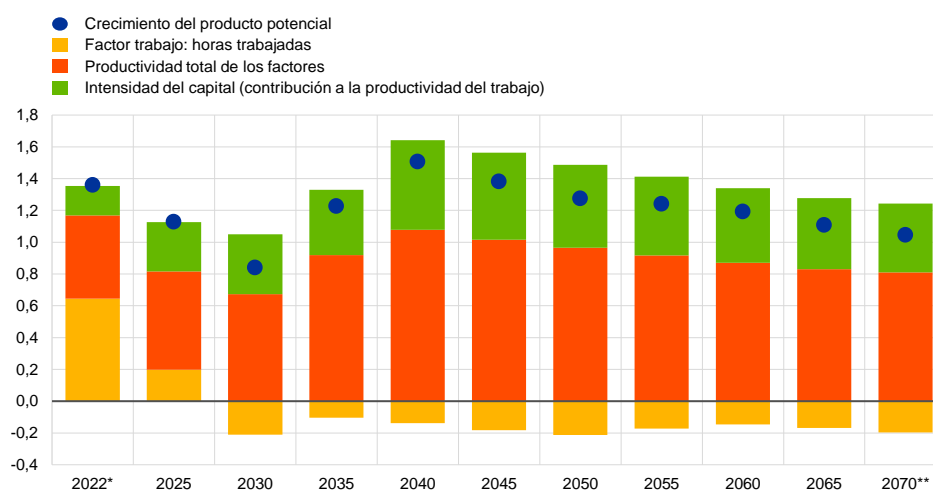
<sup>5</sup> El perfil de crecimiento del producto potencial en los diez primeros años del horizonte de proyección se basa en la metodología consensuada ([Commonly Agreed Methodology](#)) del Grupo de Trabajo sobre la Brecha de Producción del Comité de Política Económica.

Este porcentaje se sitúa por debajo de la proyección anterior (1,4 %) y obedece a las revisiones de todos los componentes. En particular, el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) en 2070 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,8 %<sup>6</sup>. Con todo, el nivel de incertidumbre en torno a las proyecciones es elevado, debido a la evolución que tendrán los flujos migratorios y la dificultad de predecir las implicaciones de las transformaciones digital y ecológica. Además, las estimaciones no captan todos los efectos que el envejecimiento de la población podría tener en el producto potencial, por ejemplo, a través de la reducción de la productividad agregada como consecuencia de la disminución de las capacidades físicas, del deterioro de la salud o de la menor innovación. Las proyecciones tampoco tienen en cuenta el impacto que los cambios en la composición del gasto público podrían tener en el producto potencial, como, por ejemplo, si el aumento del gasto asociado al envejecimiento se traduce en menos recursos para la inversión en infraestructuras<sup>7</sup>.

### Gráfico D

#### Proyecciones de crecimiento del producto potencial y contribuciones de los componentes

(tasa de crecimiento medio anual en períodos de cinco años)



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Notas: Los datos corresponden al crecimiento medio en el año en cuestión y en los cuatro años siguientes. La intensidad del capital hace referencia a los cambios en la relación entre el capital y el trabajo. \*Para 2022, los datos se refieren al crecimiento medio en el período 2022-2024. \*\*Para 2070, los datos se refieren al crecimiento anual en el año 2070.

**El aumento de los costes relacionados con el envejecimiento es una consideración fundamental a la hora de evaluar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.** Los cambios demográficos, que conducen a una mayor proporción de ciudadanos de edad avanzada y una mayor demanda de pensiones, atención sanitaria y servicios de cuidados de larga duración, generarán

<sup>6</sup> Para las revisiones de los datos relativos a la PTF, véase «Prospects for long-term productivity growth», *Quarterly Report on the Euro Area, European Economy*, Institutional Paper n.º 201, Comisión Europea, mayo de 2023. Las revisiones de los datos sobre población activa obedecen fundamentalmente a la disminución prevista de las tasas de fecundidad. En cuanto a las revisiones de la intensidad del capital como resultado de los supuestos de crecimiento de la PTF y de la convergencia entre países, véase «2024 Ageing Report Underlying Assumptions and Projection Methodologies», Institutional Paper n.º 257, Comisión Europea, noviembre de 2023.

<sup>7</sup> Véase K. Bodnar y C. Nerlich, «The macroeconomic and fiscal impact of population ageing», Occasional Paper Series, n.º 296, BCE, junio de 2022.

tensiones en las finanzas públicas. La evolución de las proyecciones de los costes asociados al envejecimiento pone de manifiesto que, si bien se han realizado avances en algunos países, subsisten retos considerables. Para hacer frente a las consecuencias económicas y fiscales del envejecimiento de la población, es necesario contar con colchones fiscales, una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales<sup>8</sup>. Además, para limitar el impacto adverso sobre el crecimiento potencial, se han de adoptar políticas que potencien la productividad, como las orientadas a fomentar la innovación, la formación continua y una integración más rápida de los migrantes en el mercado laboral.

---

<sup>8</sup> Véase K. Bodnar y C. Nerlich, *op. cit.*

# Artículos

## 1 La evolución del modelo de crecimiento de China: retos y perspectivas de crecimiento a largo plazo

Alexander Al-Haschimi y Tajda Spital

### Introducción

**La rápida transformación económica de China hasta convertirse en la segunda mayor economía mundial está indisolublemente ligada a su modelo de crecimiento basado en la inversión.** La inversión se ha financiado con los elevados niveles de ahorro interno resultantes de diversas políticas públicas<sup>1</sup>. Este ahorro se ha canalizado hacia un sistema financiero que ha proporcionado crédito altamente subvencionado para inversiones en infraestructuras, en manufacturas y en el sector inmobiliario. En consecuencia, China ha alcanzado altas tasas de crecimiento económico incrementando su nivel de inversión con más rapidez que la mayoría de los demás países con un nivel de desarrollo similar (panel a del gráfico 1)<sup>2</sup>.

**No obstante, este modelo de crecimiento basado en la inversión se está viendo sometido a crecientes presiones.** En primer lugar, como consecuencia de las tasas de rendimiento decrecientes, cada vez es más difícil generar crecimiento de una unidad adicional de inversión, y algunos observadores creen que hace mucho tiempo que China ha superado el punto en el que puede absorber de forma productiva estas elevadas tasas de inversión. En segundo lugar, la fuerte desaceleración del sector inmobiliario chino —que representaba alrededor del 30 % del PIB antes de la contracción que experimentó en 2021— causada por las políticas aplicadas provocará una reducción sostenida de este importante pilar de la demanda interna. En tercer lugar, la demanda externa también está disminuyendo, ya que las tensiones comerciales están aumentando y cada vez son más los socios comerciales que no están dispuestos a seguir permitiendo que su déficit comercial con China crezca. En líneas más generales, los retos estructurales, entre ellos el

---

<sup>1</sup> La política del hijo único introducida a finales de la década de 1970 redujo el apoyo que brindaban los familiares a las personas mayores, de modo que el ahorro para la jubilación se incrementó. La transformación de una economía planificada centralmente a una con una mayor relevancia de los mercados en la década de los noventa redujo la red de protección social, lo que impulsó el ahorro por motivos de precaución, mientras que el cambio de una vivienda proporcionada por la empresa a una en régimen de propiedad requería más ahorros para los pagos iniciales y de las cuotas hipotecarias. Véase L. Zhang, R. Brooks, D. Ding, H. Ding, H. He, J. Lu y R. Mano, «China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies», *IMF Working Paper*, n.º 277, Fondo Monetario Internacional, diciembre de 2018.

<sup>2</sup> Véanse también E. Dorrucchi, G. Pula y D. Santabábara, «China's economic growth and rebalancing», *Occasional Paper Series*, n.º 142, BCE, febrero de 2013, y A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (editors), «The transition of China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 206, BCE, enero de 2018.

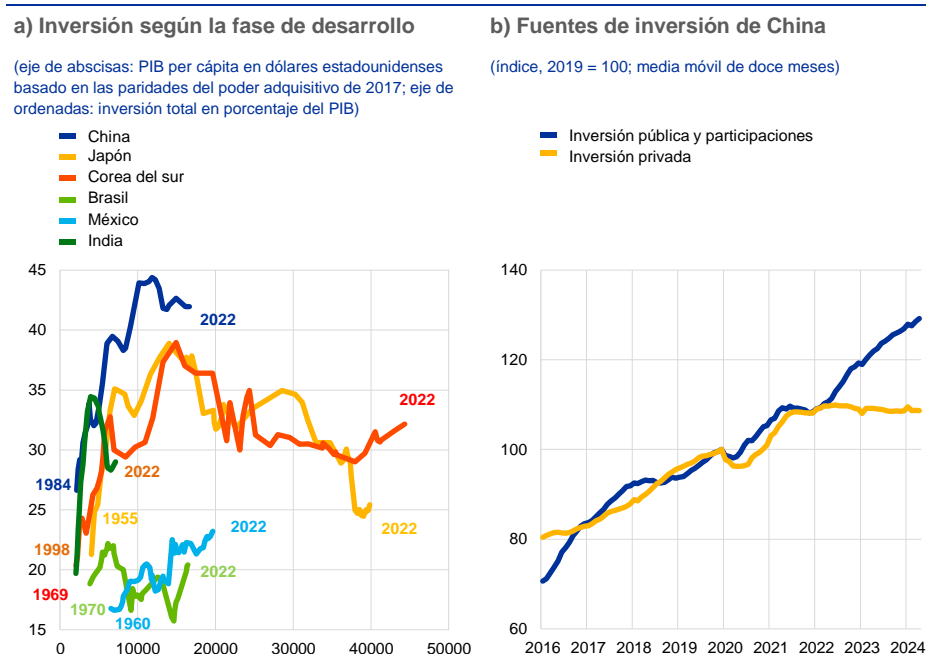
envejecimiento de la población y el escaso avance de la productividad, se suman a los factores adversos a los que se enfrenta la economía de ese país.

**En respuesta a estos retos, el Gobierno chino está redoblando sus esfuerzos para estimular el crecimiento mediante políticas centradas en la inversión.**

Este empuje adicional para fomentar la inversión parece estar impulsado casi exclusivamente por el sector público, mientras que la inversión del sector privado en activos fijos se ha estancado desde que se inició la crisis de la vivienda en 2021 (panel b del gráfico 1). Las políticas gubernamentales orientadas a incrementar la producción ante la desaceleración de la demanda podrían tener implicaciones para los socios comerciales de China. Una expansión de la producción generada por la oferta podría afectar significativamente a los precios comerciales y, por tanto, a la inflación de sus economías. El giro hacia la fabricación de bienes avanzados que antes se importaban se ha concebido para aumentar la autosuficiencia del país, lo que reducirá la intensidad importadora de su crecimiento al tiempo que comportará cambios en la competitividad y en el saldo comercial con sus socios comerciales.

En este contexto, en este artículo se resume brevemente el modelo de crecimiento basado en la inversión de China y se analizan los desequilibrios entre la oferta y la demanda en su sector manufacturero. A continuación, se evalúan los posibles efectos de contagio para los socios comerciales de ese país y se estudian las implicaciones para las políticas de las principales economías avanzadas.

**Gráfico 1**  
Modelo de crecimiento de China basado en la inversión



Fuentes: Banco Mundial, Penn World Tables, Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE.  
Notas: El PIB per cápita de 2020 a 2022 se ha extrapolado a partir de datos del Banco Mundial. El punto de partida de la participación de la inversión es un PIB de 2.000 dólares estadounidenses o más. Las últimas observaciones corresponden a 2022 (panel a) y a abril de 2024 (panel b).

## Conclusiones

**En general, se espera que el enfoque adoptado recientemente por las autoridades chinas para afrontar la debilidad económica del país redoblando su apuesta por su modelo de crecimiento basado en la inversión e identificando nuevas fuentes de producción incremente el exceso de capacidad ya existente.** Habida cuenta de la disminución del rendimiento marginal de la inversión, el continuo énfasis en el lado de la oferta de la economía está dando lugar a un aumento de las existencias, a una menor rentabilidad y a crecientes desequilibrios entre la oferta y la demanda en varios sectores e industrias. En un contexto de atonía de la demanda interna, los esfuerzos por dirigir las capacidades productivas adicionales a los mercados de exportación están generando tensiones en las relaciones comerciales mundiales.

### **Las políticas comerciales con China están cambiando con rapidez.**

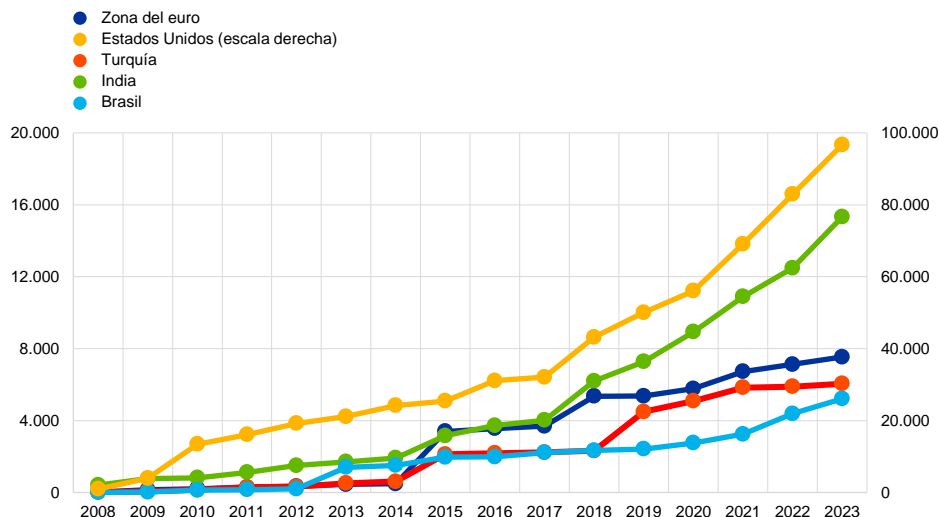
Recientemente, Estados Unidos ha incrementado de forma acusada los aranceles a las importaciones chinas, sobre todo los aplicados a los vehículos eléctricos, con una subida del 25 % al 100 %. Además, otros países también están aumentando las barreras arancelarias y no arancelarias a las importaciones de China (gráfico 14). En la UE se han introducido diversos instrumentos de política comercial que incluyen consideraciones relativas a la igualdad de condiciones en las contrataciones públicas y en los que también se examinan las prácticas de *dumping*. La dinámica cambiante de las políticas comerciales también es cada vez más evidente en los flujos de comercio. Desde 2017-2018, la cuota de importaciones de China ha seguido una senda descendente en Estados Unidos y Japón, aunque se vio interrumpida brevemente por la pandemia cuando, en un primer momento, la demanda se focalizó de forma temporal en productos médicos y posteriormente en bienes fabricados en China. En cambio, la cuota de China siguió aumentando en la UE, y en la actualidad supera los niveles anteriores a la pandemia (gráfico 15).



## Gráfico 14

### Medidas comerciales aplicadas a productos chinos

(número de productos)



Fuentes: Global Trade Alert y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las nuevas medidas comerciales aplicadas a productos chinos a nivel de 8 dígitos del sistema armonizado (SA). La última observación corresponde a diciembre de 2023.

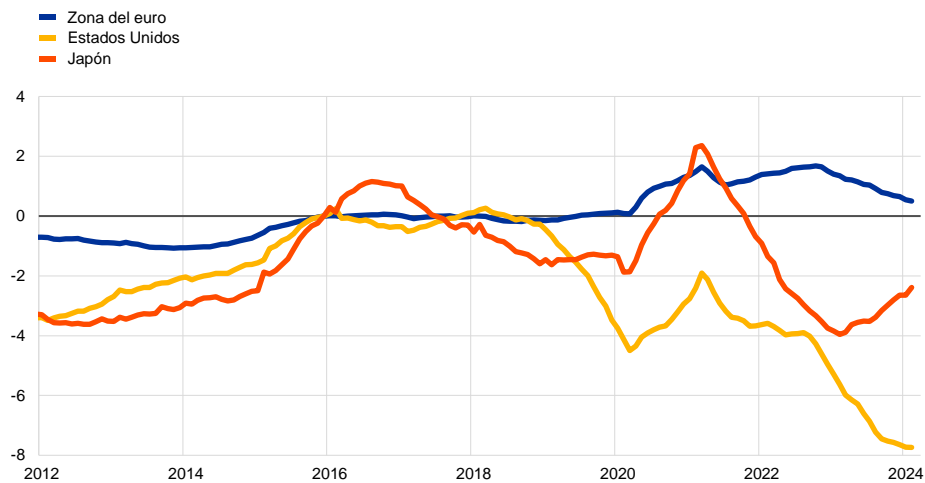
**Habida cuenta de estos cambios en la dinámica de las políticas comerciales, la UE podría adquirir un mayor protagonismo como mercado de exportación de China.** En caso de que los países no pertenecientes a la UE cierren aún más sus mercados a los productos chinos, China podría intensificar sus esfuerzos para exportar a la UE, agravando así el impacto en Europa en términos de aumento de las presiones deflacionistas, de pérdida de competitividad en sectores de manufacturas avanzadas y de un peso decreciente tanto de la producción como de las exportaciones de manufacturas. Dados los efectos potencialmente significativos sobre el producto, la inflación y los mercados de trabajo, la respuesta europea debe calibrarse minuciosamente para garantizar la igualdad de condiciones<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Un informe de la Comisión Europea pone de relieve cómo China es el país del que más dependiente es la UE y representa alrededor de un tercio de todos los productos identificados como dependientes de una única fuente. Para más detalles, véase R. Arjona *et al.*, «[An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependency and vulnerabilities](#)», *Single Market Economics Papers*, n.º 14, Comisión Europea, 18 de abril de 2023.

## Gráfico 15

### Cuota de importaciones procedentes de China

(variación desde 2015; media móvil de doce meses)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a enero de 2024.

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

## 2 Introducción a las cuentas distributivas de la riqueza de los hogares de la zona del euro

Nina Blatnik, Alina-Gabriela Bobasu, Georgi Krustev y Mika Tujula

### Introducción

**En este artículo se presentan las cuentas distributivas de la riqueza (Distributional Wealth Accounts, DWA) de la zona del euro, un conjunto de datos desarrollado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que proporciona nuevas estadísticas experimentales sobre la riqueza de los hogares.** Los datos de las DWA complementan las cuentas nacionales macroeconómicas tradicionales y las encuestas a hogares aportando información sobre la riqueza de este sector que es coherente con las cuentas sectoriales trimestrales (Quarterly Sectoral Accounts, QSA) macroeconómicas<sup>1</sup>. Las DWA tienen por objeto responder al creciente interés por comprender la dinámica de la distribución de la riqueza en la zona del euro y en los distintos países que la integran<sup>2</sup>.

**Las DWA son de especial interés para los bancos centrales, ya que facilitan el análisis de los efectos en la riqueza distributiva de las perturbaciones inflacionistas y de política monetaria.** También contribuyen a la estrategia de política monetaria del BCE, que pretende incorporar una evaluación sistemática de la interacción bidireccional entre las distribuciones de la renta y la riqueza, y la política monetaria<sup>3</sup>. Los hogares son sustancialmente diferentes en sus niveles de riqueza y en la composición de esta, así como en lo que respecta a la sensibilidad de su renta a las perturbaciones económicas. Por tanto, las distribuciones de la riqueza y de la renta desempeñan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a la actividad económica y a la inflación. Al mismo tiempo, la política monetaria puede tener efectos distributivos heterogéneos<sup>4</sup>.

**En este artículo se examinan las principales características de las DWA y se muestra cómo puede usarse esta serie de datos para analizar los efectos distributivos de las perturbaciones macroeconómicas, incluidas las de política monetaria.** En la sección 2 se describe la metodología utilizada para compilar las DWA y se analizan las fuentes de los datos, las técnicas de estimación y la disponibilidad de los datos. En la sección 3 se presenta evidencia sobre las

<sup>1</sup> De forma paralela a las DWA en Europa, se están desarrollando conjuntos de datos similares como parte de la tercera fase de la iniciativa sobre las limitaciones de los datos del G-20, con vistas a recopilar cuentas distributivas de los países del G-20 y otras economías participantes para 2026.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «[Los determinantes recientes del ahorro de los hogares en función de la riqueza](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022, y «[El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>3</sup> Véase la [descripción de la estrategia de política monetaria del BCE](#) (en inglés) en el sitio web del BCE.

<sup>4</sup> Véase M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen y G. Violante, «[Monetary policy and household inequality](#)», *Working Paper Series*, n.º 2170, BCE, julio de 2018.

principales características del citado conjunto de datos, y se documenta la dinámica de la distribución de la riqueza y de sus componentes a lo largo del tiempo a escala de la zona del euro y en los distintos países. En la sección 4 se analiza cómo afectan los cambios en los precios de los activos a la riqueza de los hogares en toda la distribución en función de la composición de los activos y pasivos, y se exploran los efectos de los precios de los activos en la desigualdad de la riqueza. En la sección 5 se evalúan las repercusiones del aumento de la inflación y del posterior endurecimiento de la política monetaria en la distribución de la riqueza, y su impacto en la desigualdad. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**En este artículo se presentan las DWA, que han empezado a publicarse recientemente, y se proporciona evidencia sobre la disparidad en los niveles de riqueza de los hogares.** La concentración de la riqueza en la zona del euro disminuyó entre 2015 y 2023, ya que la riqueza de los hogares encuadrados en la mitad inferior de la distribución se recuperó a un mayor ritmo que la de los situados en el decil más rico, aunque partían de niveles relativamente más bajos. La acumulación de riqueza de los primeros se vio favorecida por aumentos más rápidos en términos relativos del valor de los activos financieros e inmobiliarios y por el desapalancamiento de los hogares, que rebajó la carga financiera y reforzó los balances. La desigualdad de la riqueza en la zona del euro sigue siendo notablemente inferior a la observada en Estados Unidos. El incremento de los precios de la vivienda puede haber reducido la desigualdad en el conjunto de la zona del euro desde 2015, ya que, en términos relativos, ha beneficiado principalmente a los hogares situados en la mitad inferior de la distribución de la riqueza, en un contexto de heterogeneidad entre países. Esta dinámica ha compensado con creces el impacto de las transacciones de viviendas, que probablemente tuvo el efecto contrario, dado que los hogares situados en los cinco deciles inferiores han reducido sus activos inmobiliarios, mientras que los hogares ricos han acumulado más.

**En este artículo también se utilizan las DWA para evaluar el impacto de la reciente escalada de la inflación y del posterior endurecimiento de la política monetaria sobre la distribución de la riqueza.** En el análisis se llega a la conclusión de que, en términos relativos, los balances de los hogares más pobres se han visto menos afectados por el reciente repunte de la inflación. Ello se debe a que, en términos reales, sus pasivos han sufrido una erosión mayor, habida cuenta del equilibrio entre el saldo vivo de los depósitos y la deuda. Al mismo tiempo, los hogares más ricos han resultado más perjudicados por el aumento de las pérdidas de riqueza real neta como consecuencia de las revalorizaciones de los precios de los activos financieros en términos reales, dado que los cambios en la valoración en términos nominales de las distintas categorías de activos financieros no han ido al compás de la inflación. Es muy probable que ambos grupos hayan sufrido pérdidas de riqueza neta nominal debido al endurecimiento de la política monetaria. Si bien es previsible que los hogares de la mitad inferior de la distribución hayan registrado pérdidas de riqueza inmobiliaria por el descenso de los precios de la vivienda en la

zona del euro en su conjunto, en los cuatro deciles siguientes, y especialmente en el decil superior, las pérdidas se habrían producido sobre todo a través de canales de riqueza financiera, y la vivienda habría desempeñado un papel más limitado.

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

### 3 La evaluación empírica de las proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema desde el año 2000

Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Willi Krause, Bettina Landau y Antoine Sigwalt

#### Introducción

**La elaboración de previsiones macroeconómicas desempeña un papel fundamental en el diseño de la política monetaria de los bancos centrales.** Las previsiones de inflación permiten que el BCE anticipe los riesgos de que se produzcan desviaciones significativas con respecto a su objetivo de inflación del 2 % a medio plazo y ajuste de forma proactiva sus instrumentos de política monetaria para contrarrestarlos. Las previsiones a medio plazo son especialmente importantes para el ajuste oportuno de esta política, dado que los desfases en la transmisión de las perturbaciones de política monetaria a la economía varían con el tiempo<sup>1</sup>.

**Las previsiones de los expertos del BCE/Eurosistema están condicionadas a una serie de supuestos, y es posible que los errores en estos supuestos sean factores clave que explican los errores de predicción.** Las previsiones de inflación tanto a corto como a medio plazo están condicionadas a un conjunto de supuestos, y esas previsiones condicionales se denominan «proyecciones». Estos supuestos incluyen variables relacionadas con el entorno internacional, los precios de las materias primas, los tipos de cambio y los tipos de interés. Ello implica que, en cada ejercicio, las discrepancias significativas entre los supuestos condicionantes y los datos observados finalmente pueden dar lugar a errores de proyección importantes en variables de interés como la inflación y el crecimiento. Los errores en esos supuestos terminan siendo, con frecuencia, un factor determinante de los errores de previsión. Otros factores tienen su origen en perturbaciones económicas imprevistas, o al menos en su inesperada magnitud; en especificaciones erróneas en los modelos, dado que algunos podrían no simular correctamente la transmisión de esas perturbaciones al resto de la economía, incluso si se han pronosticado correctamente, y, por último, en errores en el juicio experto utilizado para abordar algunas de las limitaciones de las previsiones.

**La reciente escalada de la inflación ha venido acompañada de errores importantes en las proyecciones de los expertos del BCE/Eurosistema, lo que pone de relieve la necesidad de realizar constantemente un seguimiento y análisis de los errores de previsión para comprender sus implicaciones para el proceso de elaboración de las proyecciones.** En dos recuadros del Boletín Económico publicados en 2022 y 2023 se analizaban los importantes errores de proyección de la inflación que se registraron esos años, mientras que en otro

<sup>1</sup> Para más información sobre el marco de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema, véase «[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, julio de 2016.

recuadro de principios de 2024 se documentaba una mejora de las proyecciones coincidente con el descenso más reciente de la inflación<sup>2</sup>. Esos recuadros se centraban en la precisión de las previsiones, mientras que en otros estudios también se examinaban distintas propiedades de las proyecciones del BCE/Eurosistema, como la ausencia de sesgos y su eficiencia<sup>3</sup>. Las previsiones se consideran eficientes si los errores no pueden explicarse mediante ninguna otra información a disposición de los expertos en previsión en el momento de realizar la proyección. Una previsión sin sesgo y eficiente se denomina «racional»<sup>4</sup>. Kontogeorgos y Lambrias llegaron a la conclusión de que las proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema son racionales<sup>5</sup>. Con todo, el período de la muestra considerado era anterior a la pandemia de coronavirus (COVID-19) y a las perturbaciones atípicas posteriores que afectaron a la economía mundial y, en particular, a las economías de la zona del euro. Además, el estudio se basó principalmente en pruebas estándar, que no tienen en cuenta la capacidad predictiva de las previsiones, que varía con el tiempo.

**Este artículo complementa análisis anteriores de los errores detectados en las previsiones de inflación del BCE/Eurosistema en tres aspectos.** Primero, amplía el marco temporal al incluir datos desde principios del año 2000 hasta comienzos de 2024, ofreciendo una imagen más completa de la precisión de las proyecciones de los expertos del BCE/Eurosistema. Segundo, el artículo profundiza en mayor medida en el análisis evaluando las propiedades de las proyecciones de inflación a través de pruebas que son robustas a entornos inestables en los que la capacidad predictiva del modelo puede cambiar con el tiempo (véase el recuadro 1 del artículo en inglés). Tercero, también indaga en los factores que pueden explicar potencialmente las propiedades de las proyecciones de la inflación general medida por el IAPC: i) analizando componentes del IAPC como los alimentos y la energía, y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), y ii) examinando el papel de determinados supuestos condicionantes. Aunque este papel está directamente relacionado con el carácter condicional de las proyecciones, el análisis de los componentes del IAPC guarda relación con el enfoque desagregado (*bottom-up*) aplicado para proyectar la inflación general medida por el IAPC, ya que las proyecciones del BCE/Eurosistema relativas a esta variable se obtienen de la agregación de proyecciones de un conjunto de componentes del IAPC.

---

<sup>2</sup> Véanse los recuadros titulados «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; «Evaluación actualizada de las proyecciones de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema y del BCE», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023, y «Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024.

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, E. Argiri, S. G. Hal, A. Momtsia, D. M. Papadopoulou, I. Skotida, G. S. Tavlas e Y. Wang, «An evaluation of the inflation forecasting performance of the European Central Bank, the Federal Reserve, and the Bank of England», *Journal of Forecasting*, vol. 43(4), julio de 2024, pp. 932-947, y E. Granziera, P. Jalasjoki y M. Paloviita, «The Bias of the ECB Inflation Projections: A State-Dependent Analysis», *Working Paper*, n.º 11/2024, Norges Bank, mayo de 2024.

<sup>4</sup> Véase J. Mincer y V. Zarnowitz, «The Evaluation of Economic Forecasts», en J. Mincer, J. (ed.), *Economic Forecasts and Expectations: Analysis of Forecasting Behavior and Performance*, National Bureau of Economic Research, 1969, pp. 3-46.

<sup>5</sup> Véase G. Kontogeorgos y K. Lambrias, «Evaluating the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections: The first 20 years», *Journal of Forecasting*, vol. 41(2), marzo de 2022, pp. 213-229.

**En síntesis, en este artículo se realiza una evaluación empírica exhaustiva de las proyecciones de inflación de la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema desde principios del año 2000.** En la sección 2 se describen los datos en los que se basa el análisis y se examina la precisión de las proyecciones de los expertos del BCE/Eurosistema en relación con la de las predicciones de otros expertos en previsión y el papel de los errores en los supuestos condicionantes. En la sección 3 se evalúa la capacidad predictiva de las citadas proyecciones en términos absolutos considerando sus propiedades tanto en lo que se refiere a la inflación general como a sus componentes, y se analizan los factores determinantes de los errores.

## Conclusiones

**En este artículo se sugiere que la precisión de las proyecciones de la inflación general medida por el IAPC de los expertos del BCE/Eurosistema es similar o algo superior a la de las previsiones de los mercados y las basadas en las encuestas, y también es semejante en los principales componentes del IAPC.**

La precisión de las proyecciones de inflación de los expertos del BCE/Eurosistema es similar, en general, a la de las previsiones de los mercados y las basadas en las encuestas, si bien estas últimas suelen ser menos precisas, por norma general, que las elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema, en particular antes de la perturbación provocada por la pandemia y de las registradas tras la crisis pandémica, que carecían de precedentes. Además, y para los distintos componentes del IAPC, los resultados muestran que, en los últimos doce años, la precisión de las proyecciones de la inflación medida por el IAPCX de los expertos del BCE/Eurosistema ha sido semejante a la observada en las relativas a la inflación general y al componente energético del IAPC, aunque estas últimas presentan errores de proyección más importantes, principalmente como consecuencia de la mayor volatilidad de esas variables.

**Pese a que, en general, las proyecciones de inflación de los expertos del BCE/Eurosistema no están sesgadas, los resultados muestran períodos concretos en los que estas presentan sesgos, al tiempo que también muestran rigideces, principalmente debido a las propiedades de las proyecciones de la inflación medida por el IAPCX en la década anterior a 2020.** Aunque en líneas generales no presentan sesgos, las proyecciones de la inflación general medida por el IAPC de los expertos del BCE/Eurosistema reflejan un cierto sesgo en períodos específicos, como a principios del año 2000 y en el intervalo de inflación reducida comprendido entre 2013 y la primera mitad de 2021. Los resultados también ponen de relieve que, si se considera toda la muestra, las proyecciones de la inflación medida por el IAPCX parecen no tener sesgo alguno. Sin embargo, el análisis de períodos más breves revela un sesgo negativo (sobrestimación) durante el período de baja inflación anterior a la pandemia y un sesgo positivo (subestimación) en el de elevada inflación posterior. Por lo tanto, no debe considerarse que estos resultados son una prueba de la existencia de un sesgo sistemático en las proyecciones del IAPCX.



**Por último, en este artículo se subraya el importante papel desempeñado por el amplio conjunto de supuestos condicionantes como factores determinantes de las rigideces, los sesgos ocasionales y la menor precisión de las proyecciones de la inflación medida por el IAPC de los expertos del BCE/Eurosistema.** Los resultados confirman que los errores en los supuestos relativos a los precios del petróleo han contribuido a la menor precisión de las previsiones de inflación elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema. Asimismo, ponen de relieve su contribución a la existencia de cierto sesgo en las proyecciones de la inflación general medida por el IAPC, especialmente a corto plazo<sup>6</sup>. Sin embargo, también subrayan la importancia de otros supuestos condicionantes, como los derivados del entorno internacional, en la reducción de la precisión de las previsiones, así como para explicar algunas de las rigideces y sesgos ocasionales de las proyecciones de la inflación general. También es importante mencionar que los precios del gas no se han tenido en cuenta en el análisis, aunque han desempeñado un papel fundamental en los errores de previsión en el período reciente.

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

---

<sup>6</sup> Los expertos del BCE han desarrollado recientemente nuevas proyecciones basadas en el aprendizaje automático para mejorar la información que se facilita a los responsables de las políticas en relación con las perspectivas de inflación a corto plazo. Véanse, por ejemplo, M. Lenza, I. Moutachaker y J. Paredes, «[Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#)», *Working Paper Series*, n.º 2830, BCE, julio de 2023, y M. Lenza, I. Moutachaker y J. Paredes, «[Forecasting euro area inflation with machine learning models](#)», *Research Bulletin*, n.º 112, BCE, octubre de 2023.

© Banco Central Europeo, 2024

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 17 de julio de 2024.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-24-005-ES-N (edición electrónica)