



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 4/2023



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	10
2 Actividad económica	18
3 Precios y costes	27
4 Evolución de los mercados financieros	35
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	41
6 Evolución de las finanzas públicas	50
<b>Recuadros</b>	<b>54</b>
1 El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?	54
2 <i>Earnings calls</i> : nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas	60
3 Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro	66
4 La evolución de la participación de los salarios en la renta total en la zona del euro desde el inicio de la pandemia	77
5 Expectativas de las empresas sobre los precios de venta: evidencia de la SAFE	83
6 La acusada contracción de los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022: análisis de las estadísticas de balanza de pagos basado en un mayor detalle	88
7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de febrero y el 9 de mayo de 2023	96
8 Divergencias de inflación y competitividad entre los países de la zona del euro	103
<b>Artículo</b>	<b>108</b>
1 El papel de la oferta y la demanda en la recuperación de la zona del euro tras la pandemia	108
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

La inflación ha disminuido, pero se prevé que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva pronto a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, en su reunión del 15 de junio de 2023 decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La subida refleja la evaluación actualizada del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio 2023, se espera que la inflación general se sitúe en un promedio del 5,4 % en 2023, del 3 % en 2024 y del 2,2 % en 2025. Los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes siguen en niveles elevados, aunque algunos muestran señales incipientes de debilitamiento. Los expertos han revisado al alza sus proyecciones de inflación, excluidos la energía y los alimentos, especialmente para este año y el próximo, dados los inesperados aumentos anteriores y las implicaciones de la solidez del mercado de trabajo para el ritmo de desinflación. Ahora esperan que la inflación se sitúe, en promedio, en el 5,1 % en 2023, y que descienda hasta el 3 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. Los expertos han rebajado ligeramente sus proyecciones de crecimiento económico para este año y el siguiente. Ahora prevén que la economía crezca un 0,9 % en 2023, un 1,5 % en 2024 y un 1,6 % en 2025.

Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos acordadas por el Consejo de Gobierno se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y están afectando gradualmente a toda la economía. Los costes de financiación han aumentado de forma acusada y el crecimiento de los préstamos se está ralentizando. El endurecimiento de las condiciones de financiación es uno de los motivos principales por los que se prevé que la inflación continúe disminuyendo hacia el objetivo, ya que se espera que frene cada vez más la demanda.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo y se mantengan en esos niveles el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés seguirán basándose en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, de la

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

El Consejo de Gobierno confirmó que pondrá fin a las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a partir de julio de 2023.

## Actividad económica

La economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos. La actividad global se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción del sector manufacturero sigue siendo relativamente débil. Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense a principios de marzo derivaron en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, los precios de la mayoría de los activos se han recuperado de las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo, la persistente incertidumbre se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las tensiones geopolíticas. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales de las proyecciones de junio de 2023 se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones del BCE de marzo de 2023. La ligera revisión al alza del crecimiento global en 2023 está relacionada, sobre todo, con una recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre, que se vio parcialmente contrarrestada por el impacto adverso de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Las perspectivas de inflación se han revisado levemente al alza para 2024 en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento salarial todavía elevado en las economías avanzadas, mientras que las bajadas de los precios de las materias primas explican una pequeña revisión a la baja de la inflación prevista para 2023. El comercio internacional crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real este año, dado que la composición de la demanda mundial ha pasado a ser menos intensiva en comercio. Las perspectivas relativas al comercio mundial para este año se han revisado a la baja, pero ello se debe, en gran medida, a los considerables efectos de arrastre negativos del cuarto trimestre de 2022 y a la débil evolución observada en las principales economías en el primer trimestre.

La economía de la zona del euro se ha estancado en los últimos meses. Al igual que en el último trimestre del año pasado, se contrajo un 0,1 % en el primer trimestre de 2023, en un entorno de disminución del consumo público y privado. Es probable que el crecimiento económico siga siendo débil a corto plazo, pero que se fortalezca a lo largo del año, a medida que la inflación descienda y las perturbaciones de oferta sigan reduciéndose. Las condiciones en los diferentes sectores de la economía son

dispar: las manufacturas continúan debilitándose, en parte debido a la caída de la demanda mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro, mientras que los servicios mantienen su solidez.

El mercado de trabajo sigue siendo una fuente de fortaleza. En el primer trimestre del año se crearon casi un millón de nuevos empleos y la tasa de desempleo se situó en un mínimo histórico del 6,5 % en abril. El número medio de horas trabajadas también ha aumentado, aunque sigue siendo ligeramente inferior a su nivel prepandemia.

De acuerdo con las proyecciones de junio de 2023, la economía volverá a crecer en los próximos trimestres a medida que los precios de la energía se moderen, la demanda externa se fortalezca y los cuellos de botella en la oferta desaparezcan — lo que permitirá a las empresas seguir atendiendo sus abultadas carteras de pedidos pendientes—, y a medida que la incertidumbre, incluida la relacionada con las recientes tensiones del sector bancario, siga disminuyendo. Asimismo, se prevé una mejora de las rentas reales, respaldada por un sólido mercado de trabajo, y el desempleo registraría nuevos mínimos históricos durante el horizonte de proyección. El endurecimiento de la política monetaria del BCE se transmitirá cada vez más a la economía real. Este endurecimiento, junto con la retirada gradual del apoyo fiscal, frenará el crecimiento económico a medio plazo. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice hasta el 0,9 % en 2023 (desde el 3,5 % en 2022) y que repunte hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, debido principalmente al endurecimiento de las condiciones de financiación. El crecimiento del PIB en 2025 se mantiene sin cambios, ya que se espera que estos efectos se vean compensados en parte por el impacto del aumento de la renta real disponible y la menor incertidumbre.

Las perspectivas fiscales de la zona del euro mejorarán durante el horizonte de proyección. Tras el significativo descenso registrado en 2022, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro siga disminuyendo a un ritmo más lento en 2023 y 2024, y solo ligeramente en 2025 (hasta el 2,5 % del PIB). La reducción del saldo presupuestario al final del horizonte de proyección en comparación con 2022 se explica por la mejora del saldo primario ajustado de ciclo y, en menor medida, del componente presupuestario cíclico, mientras que los pagos por intereses en porcentaje del PIB aumentarían gradualmente durante el período abarcado por las proyecciones. Se espera que la deuda de la zona del euro continúe descendiendo, aunque a menor ritmo después de 2022, hasta situarse en el 87,3 % del PIB en 2025. Este descenso sería atribuible principalmente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento negativos, que compensarían con creces los persistentes déficits primarios. No obstante, se prevé que, en 2025, las ratios tanto de déficit como de deuda permanezcan por encima de sus niveles prepandemia. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, el saldo presupuestario prácticamente no se ha modificado al final del horizonte de proyección, mientras que la ratio de deuda se ha revisado ligeramente al alza para el período 2023-2025, sobre todo como consecuencia de unos diferenciales tipo de interés-crecimiento menos favorables.

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir también a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación siguió disminuyendo en mayo y se situó en el 6,1 %, frente al 7 % de abril. El descenso fue generalizado. La inflación de los precios energéticos, que había aumentado en abril, retomó su senda descendente y fue negativa en mayo. La tasa de variación de los precios de los alimentos volvió a caer, pero se mantuvo en un nivel elevado del 12,5 %.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió en mayo por segundo mes consecutivo hasta situarse en el 5,3 %, desde el 5,6 % registrado en abril. La inflación de los bienes volvió a reducirse y se situó en el 5,8 %, frente al 6,2 % de abril. La inflación de los servicios disminuyó por primera vez en varios meses, desde el 5,2 % hasta el 5 %. Los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes siguen en niveles elevados, aunque algunos muestran señales incipientes de debilitamiento.

Los anteriores incrementos de los costes de la energía continúan presionando al alza los precios en toda la economía. La demanda embalsada tras la reapertura de la economía también sigue impulsando la inflación, especialmente en los servicios. Las presiones salariales están pasando a contribuir de forma cada vez más importante a la inflación, pese a proceder, en parte, de los pagos extraordinarios. La remuneración por asalariado se incrementó un 5,2 % en el primer trimestre del año y los salarios negociados aumentaron un 4,3 %. Además, en algunos sectores, las empresas han podido mantener unos beneficios relativamente altos, especialmente en los casos en que la demanda superaba a la oferta. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores continúan en niveles elevados y requieren un seguimiento continuo.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2023, dado que la tasa de variación de los precios de la energía sería cada vez más negativa a lo largo de este año y la de los alimentos se moderaría de forma acusada, se espera que la inflación general continúe descendiendo hasta situarse en torno al 3 % en el último trimestre de 2023. No obstante, se proyecta que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, supere a la inflación general a corto plazo y que se mantenga por encima de esa tasa hasta principios de 2024, aunque seguiría una

senda gradual descendente a partir de la segunda mitad de este año. A medida que vayan desapareciendo gradualmente los efectos indirectos de las anteriores perturbaciones de los precios de la energía y otras presiones inflacionistas latentes, —lo que impulsará el descenso esperado—, los costes laborales se convertirán en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Se espera que el crecimiento de los salarios se mantenga por encima del doble de su media histórica durante la mayor parte del horizonte de proyección, como consecuencia de la compensación por la inflación y las tensiones en el mercado de trabajo, así como de las subidas de los salarios mínimos. No obstante, se prevé que los márgenes empresariales, que crecieron notablemente en 2022, amortigüen parte de la transmisión de estos costes a medio plazo. Asimismo, la política monetaria debería frenar aún más la inflación subyacente en los próximos años. En conjunto, se espera que la inflación general disminuya desde el 8,4 % en 2022 hasta un promedio del 5,4 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, la inflación general se ha revisado ligeramente al alza para todo el horizonte de proyección. Ello obedecería principalmente a una significativa revisión al alza de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que refleja las revisiones debidas a unos datos de inflación recientes más altos de lo esperado y a unos costes laborales unitarios algo más elevados, que compensan con creces el efecto de los supuestos de descenso de los precios de la energía y de unas condiciones de financiación más restrictivas.

## Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que persiste una elevada incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación. Los riesgos a la baja para el crecimiento incluyen la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y un aumento de las tensiones geopolíticas generales, que podrían fragmentar el comercio mundial y lastrar así la economía de la zona del euro. El crecimiento también podría ser más lento si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo proyectado. Si vuelven a producirse tensiones en los mercados financieros, las condiciones de financiación podrían endurecerse incluso más de lo previsto y erosionar la confianza. Además, la desaceleración del crecimiento de la economía mundial podría frenar adicionalmente la actividad económica de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado laboral y la menor incertidumbre hacen que los ciudadanos y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos, también relacionadas con la guerra de Rusia contra Ucrania. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Los recientes acuerdos salariales en varios países han acrecentado los riesgos alcistas para la inflación. En cambio, la reaparición de tensiones en los mercados financieros podría reducir la inflación más rápidamente de lo proyectado. Un debilitamiento de la

demanda, debido por ejemplo a una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en menores presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo. Además, la inflación disminuiría a un ritmo más rápido si el descenso de los precios energéticos y el menor incremento de los precios de los alimentos se transmitieran a otros bienes y servicios más rápidamente de lo que se prevé en estos momentos.

## Condiciones financieras y monetarias

El endurecimiento de la política monetaria sigue reflejándose en los tipos de interés sin riesgo y en las condiciones de financiación generales. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito son más restrictivas y el crédito se está encareciendo para empresas y hogares. En abril, los tipos de interés de los préstamos alcanzaron su nivel más alto desde hace más de una década y se situaron en el 4,4 % para los préstamos concedidos a empresas y en el 3,4 % en el caso de las hipotecas.

El aumento de estos tipos de interés, junto con el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y la disminución de la demanda de préstamos, ha vuelto a debilitar la dinámica del crédito. El crecimiento interanual de los préstamos a empresas disminuyó de nuevo en abril y se situó en el 4,6 %. Las variaciones intermensuales han sido negativas, en promedio, desde noviembre de 2022. Los préstamos a los hogares crecieron a una tasa interanual del 2,5 % en abril, mientras que en términos intermensuales solo se incrementaron ligeramente. El escaso dinamismo del crédito bancario y la reducción del balance del Eurosistema se tradujeron en un descenso continuado de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio hasta el 1,9 % en abril. Las variaciones intermensuales de este agregado han sido negativas desde diciembre.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las perspectivas de estabilidad financiera han seguido siendo desfavorables desde el último examen realizado en diciembre de 2022. El endurecimiento de las condiciones de financiación está incrementando los costes de financiación de las entidades de crédito y el riesgo de crédito en los préstamos vivos. Junto con las recientes tensiones en el sistema bancario estadounidense, estos factores podrían generar tensiones sistémicas y reducir el crecimiento económico a corto plazo. Otro factor que lastra la capacidad de resistencia del sector financiero es la desaceleración de los mercados inmobiliarios, que podría verse agravada por los mayores costes de financiación y un aumento del desempleo. Al mismo tiempo, las entidades de crédito de la zona del euro tienen posiciones de capital y liquidez sólidas, que mitigan estos riesgos para la estabilidad financiera. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa contra la acumulación de vulnerabilidades financieras.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión del 15 de junio de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementaron hasta el 4,00 %, el 4,25 % y el 3,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de junio de 2023.

El tamaño de la cartera del APP está descendiendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que van venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final de junio de 2023. El Consejo de Gobierno pondrá fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023.

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

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

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

## Conclusión

La inflación ha disminuido, pero se prevé que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, en su reunión del 15 de junio de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, dada su determinación de asegurar que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo y se mantenga en esos niveles el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y

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

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 economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos. La actividad global se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción manufacturera sigue siendo relativamente débil. Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense a principios de marzo derivaron en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, los precios de la mayoría de los activos se han recuperado de las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo, la persistente incertidumbre se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las tensiones geopolíticas. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023 se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones del BCE de marzo de 2023. La ligera revisión al alza del crecimiento global en 2023 está relacionada, sobre todo, con la recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre, que se vio parcialmente contrarrestada por el impacto adverso de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Las perspectivas de inflación se han revisado levemente al alza para 2024 en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento salarial todavía elevado en las economías avanzadas, mientras que las bajadas de los precios de las materias primas explican una pequeña revisión a la baja de la inflación prevista para 2023. El comercio internacional crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real en 2023, dado que la composición de la demanda mundial ha pasado a ser menos intensiva en comercio. Las perspectivas relativas al comercio mundial para este año se han revisado a la baja, pero ello se debe, en gran medida, a los considerables efectos de arrastre negativos del cuarto trimestre de 2022 y a la débil evolución observada en las principales economías en el primer trimestre.*

**La economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos.** Los datos procedentes de esos países han sorprendido al alza desde principios de 2023. Estas sorpresas están relacionadas con una recuperación de la demanda en China más temprana y más vigorosa de lo esperado, dado que las disrupciones asociadas a la pandemia resultaron ser transitorias. En Estados Unidos, la capacidad de resistencia de los mercados laborales, en un contexto de endurecimiento significativo de la política monetaria, está sosteniendo la demanda de consumo. La actividad se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción manufacturera sigue siendo relativamente débil (gráfico 1). Se estima que, en el primer trimestre, el crecimiento mundial habría aumentado hasta el 0,9 %,

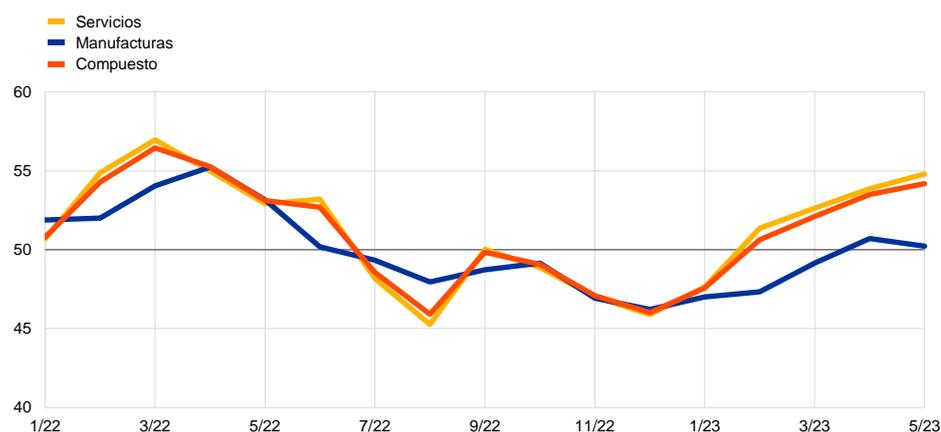
desde el 0,5 % observado en el trimestre anterior, y se situó 0,2 puntos porcentuales por encima del previsto en las proyecciones de marzo<sup>1</sup>.

### Gráfico 1

#### Índice de directores de compras (PMI) de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

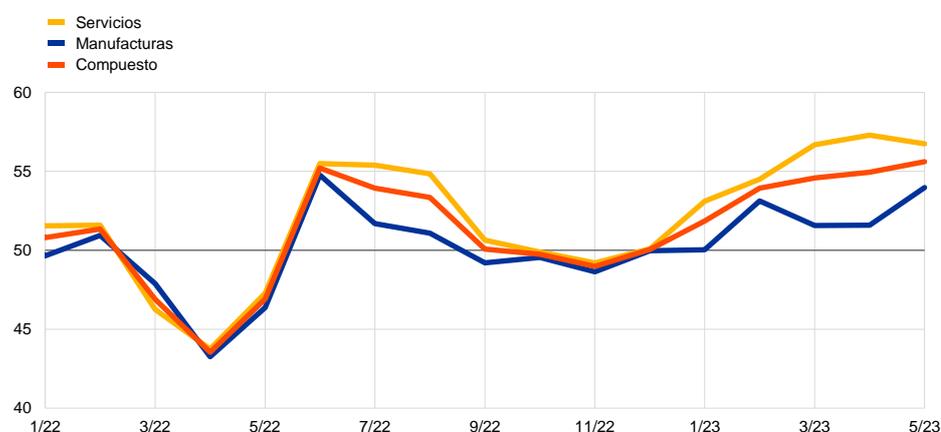
##### a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



##### b) Economías emergentes

(índices de difusión)



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

**Pese a que las fuertes tensiones registradas en los mercados financieros internacionales como consecuencia de los problemas que experimentó el sector bancario en Estados Unidos han remitido, la incertidumbre sigue siendo elevada.** Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense han derivado en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, la mayoría de las categorías de activos, salvo los valores del sector financiero, han recuperado las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la

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

senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. El alto grado de incertidumbre relacionada con la evolución del sector bancario de Estados Unidos se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras y la fuerte incertidumbre geopolítica. De hecho, datos más recientes sugieren que el crecimiento global ha perdido impulso recientemente.

**Las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones de marzo de 2023.**

Se espera que la economía mundial crezca un 3,1 % tanto este año como el próximo, y que registre una leve aceleración hasta el 3,3 % en 2025. El crecimiento se ha revisado ligeramente al alza para 2023 (0,1 puntos porcentuales), levemente a la baja para 2024 (0,1 puntos porcentuales) y se mantiene igual para 2025. La recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre del año es un factor clave que explica la revisión al alza del crecimiento mundial en 2023, mientras que las perspectivas de crecimiento global se han revisado ligeramente a la baja a corto plazo. El crecimiento mundial algo más lento de lo proyectado previamente para 2024 está relacionado con el impacto de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas.

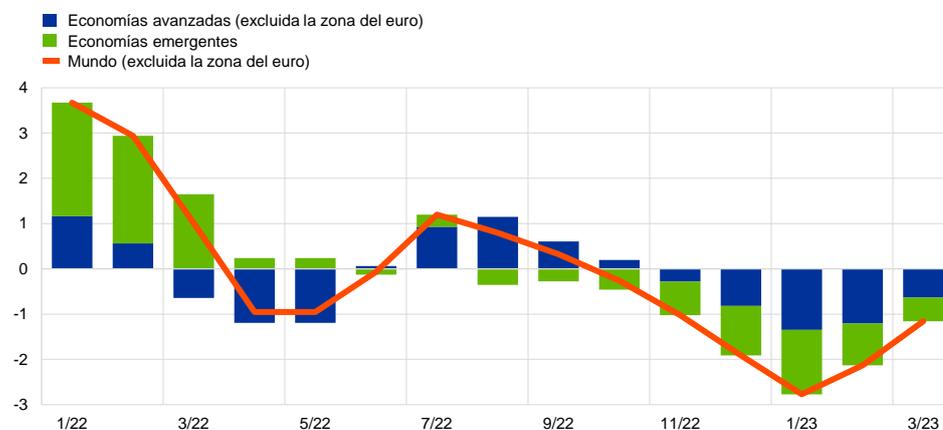
**Dado que la actividad global se está viendo impulsada principalmente por el sector servicios, que es menos intensivo en comercio que el manufacturero, los flujos comerciales mundiales siguen siendo débiles.**

La desvinculación entre la actividad y el comercio puede atribuirse a la combinación de tres efectos de composición, puesto que la actividad la están impulsando áreas geográficas menos intensivas en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Se espera que los efectos de composición negativos lastren el comercio global a corto plazo, aunque su impacto se disiparía de forma gradual posteriormente. Al mismo tiempo, el aumento esperado de la demanda de servicios comerciables —como el turismo, que continúa repuntando tras la pandemia—, la disminución en curso de los cuellos de botella en la oferta y la normalización del ciclo de existencias global deberían respaldar el comercio a escala mundial. De hecho, los últimos datos y estimaciones sugieren que el ritmo de crecimiento del comercio mundial de bienes ya es menos negativo y se espera que mejore paulatinamente en el futuro (gráfico 2).

## Gráfico 2

### Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

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



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

### El comercio mundial crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real este año, dado que la composición de la demanda global ha pasado a ser menos intensiva en comercio.

Según las proyecciones, las importaciones mundiales crecerían un 1,3 % en 2023, un ritmo muy lento si se compara con su media de largo plazo (4,8 %) y con el crecimiento mundial. De cara al futuro, el comercio internacional aumentaría un 3,4 % tanto en 2024 como en 2025. La elasticidad implícita del comercio —la ratio del crecimiento de las importaciones reales mundiales en relación con el crecimiento del PIB real mundial— durante el horizonte de proyección se acerca a la unidad, en consonancia con la elasticidad del comercio observada en la década anterior a la pandemia, pero mucho más baja que durante el período de la pandemia. La demanda externa de la zona del euro está siguiendo una senda similar, con una previsión de avance del 0,5 % este año y hasta el 3,1 % en 2024 y 2025. Las proyecciones relativas al comercio mundial y la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para este año, principalmente como consecuencia de los considerables efectos de arrastre negativos de una evolución del comercio en el cuarto trimestre de 2022 más débil de lo estimado anteriormente, así como de una evolución más débil en el primer trimestre de este año en las principales economías. Para el resto del horizonte de proyección, las proyecciones referidas al comercio son, en general, acordes con las de marzo de 2023.

### Las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas, mientras que los componentes de energía y alimentos continúan presionando la inflación general a la baja.

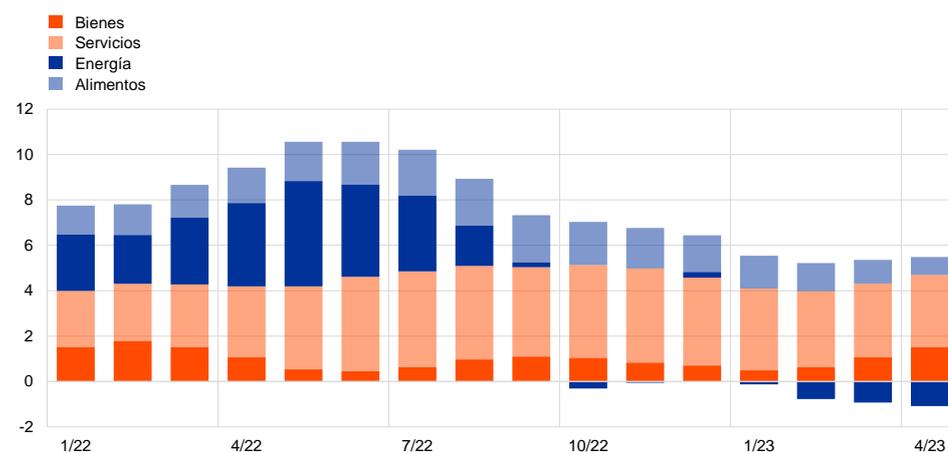
La inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE disminuyó hasta el 7,4 % en abril, desde el 7,7 % registrado el mes anterior. Si bien la inflación general continúa descendiendo gracias a la caída de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos, la inflación subyacente se ha mantenido prácticamente estable en el 7,1 %, y su dinamismo —medido por tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores— ha continuado

aumentando (barras de color rojo y naranja del gráfico 3). Esto sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas. Incluso si los precios de los bienes comerciables continúan normalizándose como consecuencia de la disminución de las disrupciones de oferta y de la caída de los precios del transporte, es probable que la inflación permanezca en niveles elevados debido a un componente de servicios más persistente, que refleja unas condiciones restrictivas en los mercados de trabajo y un fuerte aumento de los salarios, especialmente en las economías avanzadas. El crecimiento de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro se ha ido reduciendo rápidamente desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2022 debido a efectos de base negativos sobre los precios de las materias primas, y se espera que continúe disminuyendo a corto plazo, como reflejo de la evolución de los supuestos técnicos. Los precios de los competidores crecerán a tasas más acordes con las medias históricas durante el resto del horizonte de proyección, ya que se prevé que desaparezcan las fuertes presiones latentes internas y externas.

### Gráfico 3

#### Avance de la inflación general en la OCDE

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones de los componentes respectivos del avance de la inflación general en la OCDE que se presentan en el gráfico se elaboran en sentido ascendente utilizando datos disponibles de cada país, que conjuntamente representan el 84 % del agregado de los países de la OCDE. La inflación de los bienes se calcula como el residuo de la contribución del total de bienes menos la de la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**Los precios del crudo son más bajos que en las proyecciones de marzo porque la preocupación por el crecimiento mundial prevaleció sobre el impacto del recorte de la oferta por parte de la OPEP+.** La demanda de petróleo en los países de la OCDE en el primer trimestre resultó ser menor que la prevista por la Agencia Internacional de la Energía (AIE) a principios de año. Asimismo, la producción de crudo ruso fue superior a la esperada. Aunque la mayoría de las exportaciones de petróleo de Rusia se destinaron a China, India y Turquía, la evolución observada ayudó a frenar el impacto sobre los precios internacionales de esta materia prima derivado de la mayor demanda china tras su reapertura. Además, la preocupación por las perspectivas de crecimiento mundial con el trasfondo de los acontecimientos registrados en el sector bancario en Estados

Unidos acrecentó las presiones a la baja sobre los precios del crudo. Los precios del gas en Europa volvieron a bajar hasta situarse en niveles próximos a su media anterior a la pandemia. Como consecuencia de unos niveles continuamente bajos de consumo y de la sustitución con éxito del gas procedente de Rusia, la Unión Europea (UE) empezó la temporada de reposición de existencias de gas con unos niveles de almacenamiento históricamente elevados (55 %) y prorrogó el plan de ahorro de gas hasta el final de marzo de 2024, que exige a los Estados miembros que reduzcan el consumo de gas un 15 % con respecto a la media de 2017-2021. Esto supone que, incluso sin las importaciones de gas ruso, la UE parece ir por la senda adecuada para lograr el objetivo de almacenamiento del 90 % antes de que empiece la siguiente época de calefacción en noviembre, y las importaciones de otros proveedores de gas no tendrían que ser tan elevadas como el año pasado.

**Las condiciones financieras globales se han endurecido ligeramente en las economías avanzadas y en las emergentes.** Si bien la percepción global del riesgo se ha estabilizado recientemente tras un breve período de fuertes tensiones provocadas por la quiebra de Silicon Valley Bank a principios de marzo, la incertidumbre sigue siendo elevada. En Estados Unidos, el endurecimiento de las condiciones financieras desde las proyecciones de marzo refleja, sobre todo, unos diferenciales corporativos más amplios, mientras que el incremento de los rendimientos a corto plazo también contribuyó en cierta medida. En conjunto, los mercados financieros internacionales parecen mostrar un cauto optimismo, pese a que persiste la incertidumbre. Al mismo tiempo, las expectativas de los mercados sobre el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos aumentaron levemente, ya que las fuertes tensiones experimentadas por el sector bancario estadounidense disminuyeron, aunque todavía se mantienen por debajo de sus niveles de principios de marzo.

**En Estados Unidos se espera una desaceleración del PIB real en la primera mitad de este año, seguida de una recuperación débil.** El crecimiento del consumo de los hogares seguiría siendo positivo gracias a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo. El endurecimiento de las condiciones financieras se ha traducido en un descenso de la inversión no residencial, que actualmente se espera que continúe durante este año, mientras que la persistencia de la incertidumbre llevaría a un endurecimiento adicional de los criterios de concesión de préstamos, lo que supondría una mayor detracción del crecimiento. El acuerdo para suspender el techo de la deuda de Estados Unidos hasta enero de 2025 ha atenuado la incertidumbre en los mercados financieros. En dicho acuerdo se recorta ligeramente el gasto no relacionado con defensa, mientras que el gasto en defensa y el estipulado para pagos de seguridad social y sanidad no se han modificado. La inflación medida por el IPC se situó en el 4,9 % en abril, mientras que la inflación subyacente (5,5 %) sigue siendo alta y persistente. Los servicios son la causa principal de la persistencia de la inflación, como consecuencia de la rigidez de los precios de los servicios de vivienda y la lenta moderación del elevado crecimiento de los salarios. Asimismo, la inflación de los bienes volvió a aumentar por segundo mes consecutivo en el contexto de otra notable subida de los precios de los vehículos nuevos y la menor contribución negativa de los automóviles y camiones de segunda mano.

**En China, la recuperación continúa estando impulsada por el consumo, pero parece que está perdiendo fuelle.** Tras la rápida recuperación del gasto en consumo después de la reapertura de la economía, el dinamismo de la recuperación ha ido disminuyendo en el segundo trimestre, y la recuperación liderada por los servicios y el consumo no se ha propagado a las manufacturas. El PMI del sector servicios apunta a un fuerte crecimiento, mientras que el PMI de manufacturas ha registrado un ligero descenso y se ha adentrado en terreno contractivo. Las ventas minoristas se incrementaron notablemente en abril en términos interanuales, pero este aumento refleja, sobre todo, una base de comparación reducida debido a los confinamientos generalizados en Shanghái el año pasado. El ritmo de crecimiento de las ventas minoristas se ralentizó y los datos de alta frecuencia sugieren que esta tendencia continuó en mayo. Después de observarse señales de recuperación incipiente, la actividad del mercado de la vivienda ha dado un paso atrás. En concreto, la inversión residencial se redujo considerablemente y las ventas de vivienda, que prácticamente habían dejado de disminuir en términos interanuales en marzo, volvieron a contraerse. La continuada debilidad del mercado residencial sigue suponiendo un lastre para la economía. El aumento de los precios de la vivienda se ralentizó en abril, lo que frenó la confianza de los consumidores. La inflación interanual medida por el IPC se desaceleró hasta situarse en el 0,1 % en abril, el porcentaje más bajo en casi dos años, como consecuencia de las caídas acusadas que registraron los componentes de energía y alimentos. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) se mantuvo estable en el 0,7 %.

**En Japón se espera que la actividad económica continúe expandiéndose a un ritmo moderado, respaldada por la demanda embalsada y por el apoyo que están proporcionando las políticas.** El PIB real creció en el primer trimestre de 2023, como reflejo de la evolución asociada a la reapertura, y se prevé que siga incrementándose a un ritmo moderado. El PMI del sector servicios volvió a aumentar hasta alcanzar niveles muy altos en mayo, y las empresas señalaron que la disminución de las disrupciones relacionadas con el coronavirus (COVID-19) y la reanudación del turismo interno y extranjero fueron los factores determinantes del fuerte dinamismo observado en el sector, mientras que la actividad manufacturera continúa siendo débil. La inflación continuó siendo relativamente elevada en abril, y la inflación medida por el IPC se incrementó hasta el 3,5 %. La inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) también siguió creciendo y se situó en el 2,5 %. Los últimos indicadores sobre las negociaciones salariales anuales de primavera todavía apuntan a subidas salariales significativas con respecto a las medias históricas.

**En el Reino Unido, la economía evitaría una recesión en 2023, pese a que continúa viéndose afectada por factores adversos.** Estos factores están relacionados con una tasa de variación de los precios de consumo todavía elevada que lastra la renta disponible, con el aumento de los costes de financiación y con la corrección del mercado de la vivienda. Aunque las perspectivas de crecimiento a corto plazo son menos negativas de lo esperado anteriormente, la actividad económica registraría altibajos. La inflación general medida por el IPC alcanzó un máximo en el cuarto trimestre de 2022 y se ha revisado significativamente a la baja para este año con respecto a las proyecciones de marzo de 2023, debido a la

prórroga de la garantía del precio de la energía incorporada en el presupuesto de primavera. Con todo, se espera que la inflación general se mantenga en niveles altos, dado que las tensiones en los mercados de trabajo y las fuertes presiones salariales contribuyen a la persistencia de la inflación interna.

## 2 Actividad económica

*La economía de la zona del euro se ha estancado en los últimos meses. Al igual que en el último trimestre del año pasado, se contrajo un 0,1 % en el primer trimestre de 2023, en un entorno de descenso del consumo público y privado. Es probable que el crecimiento económico continúe siendo débil a corto plazo, pero que se fortalezca a lo largo del año a medida que la inflación disminuya y las perturbaciones de oferta sigan reduciéndose. Las condiciones en los distintos sectores de la economía son heterogéneas: las manufacturas continúan debilitándose, en parte debido al retroceso de la demanda mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro, mientras que los servicios mantienen su solidez. El mercado de trabajo sigue siendo una fuente de fortaleza. En el primer trimestre del año se crearon casi un millón de nuevos empleos y la tasa de paro se situó en un mínimo histórico del 6,5 % en abril. El número medio de horas trabajadas también ha aumentado, aunque sigue siendo ligeramente inferior a su nivel prepandemia.*

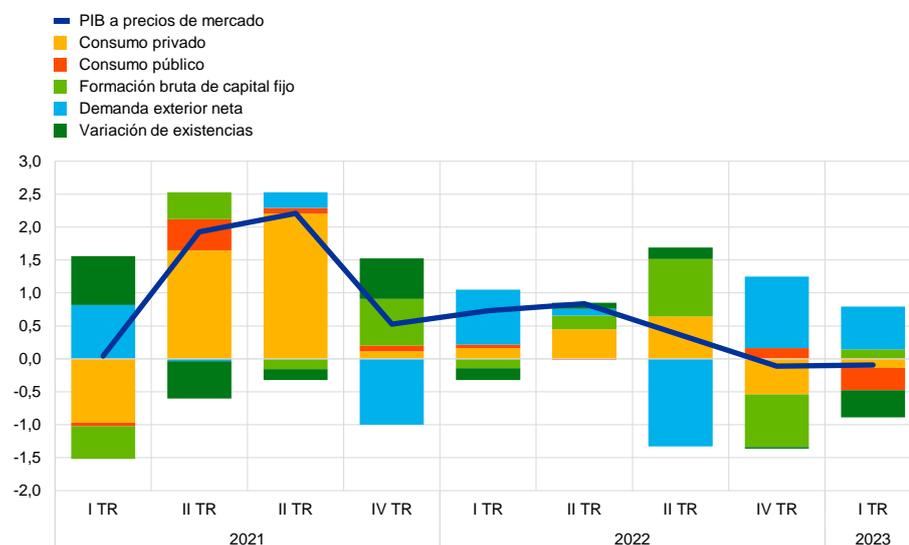
*Estas perspectivas se reflejan en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,9 % este año y que después repunte hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2023 y 2024, mientras que se mantienen sin cambios para 2025. Persiste una incertidumbre elevada acerca de las perspectivas de crecimiento económico.*

**La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el primer trimestre de 2023.** Según datos revisados de Eurostat, el PIB real de la zona se redujo un 0,1 % ese trimestre, tras registrar un retroceso similar en el último trimestre de 2022. Esta evolución se produjo pese a que esta variable se vio respaldada por la bajada de los precios de la energía, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y la política fiscal. La desagregación del gasto muestra contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de la inversión (gráfico 4) que, sin embargo, se vieron contrarrestadas por las aportaciones negativas del consumo público y privado y de la variación de existencias. En tasa intertrimestral, el PIB aumentó un 0,6 % en Italia, un 0,5 % en España y un 0,2 % en Francia, mientras que descendió un 0,3 % en Alemania y un 0,7 % en Países Bajos. El débil resultado de la zona del euro también se debe, en parte, a una caída especialmente pronunciada del PIB de Irlanda (-4,6 %), que una vez más está relacionada con la evolución de sectores dominados por multinacionales. El valor añadido bruto se incrementó un 0,2 % en el primer trimestre, reflejo del sólido avance de la producción de la construcción y de los servicios, así como del descenso del valor añadido de la industria. La diferencia relativamente acusada entre el crecimiento del PIB y el del valor añadido se explica por una fuerte reducción de los impuestos netos sobre los productos, en gran parte como consecuencia del aumento de las subvenciones a la energía.

## Gráfico 4

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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

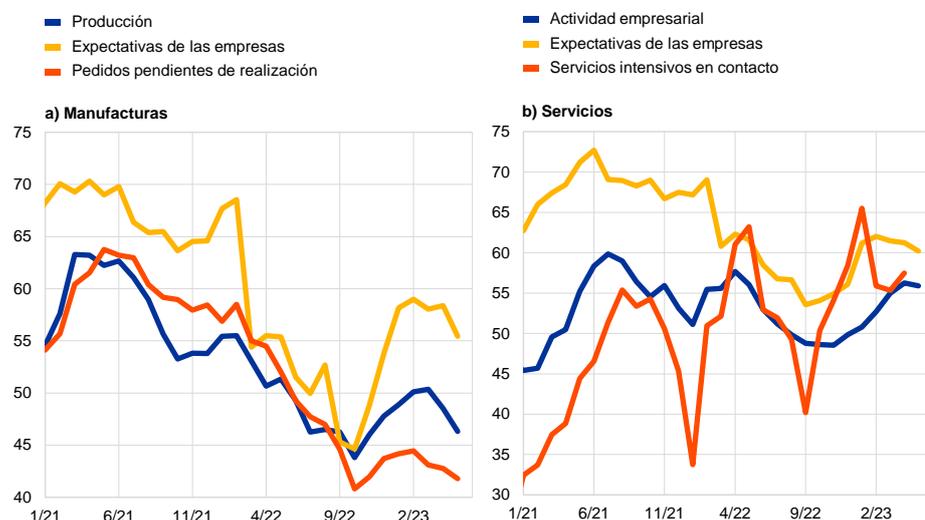
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

**Se espera que la producción de la zona del euro experimente una expansión moderada en el segundo trimestre de 2023, impulsada principalmente por los servicios.** Los datos de las encuestas más recientes sugieren que la economía de la zona del euro puede haber registrado un modesto avance en el segundo trimestre del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro se situó en 52,8 en mayo, por encima del nivel del primer trimestre y de su media de largo plazo. Sin embargo, este crecimiento oculta una recuperación a dos velocidades. El índice de producción de las manufacturas, que lleva descendiendo dos meses consecutivos, se situó en 46,4 en mayo, lo que indica la posibilidad de que la producción siga cayendo (panel a del gráfico 5). Los últimos resultados del PMI también apuntan a un deterioro de las expectativas sobre la producción futura y a una disminución de las carteras de pedidos pendientes. Al mismo tiempo, el índice de actividad de los servicios se situó en 55,1, lo que supone un incremento con respecto al valor de 52,8 del primer trimestre y es indicativo de una continuación de la expansión (panel b del gráfico 5). Esta mejora se debe, en parte, al repunte de la demanda de servicios intensivos en contacto tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Los nuevos pedidos también están aumentando en este sector, al igual que las expectativas de crecimiento continuado, aunque a un ritmo decreciente.

## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 para los servicios intensivos en contacto y a mayo de 2023 para los demás indicadores.

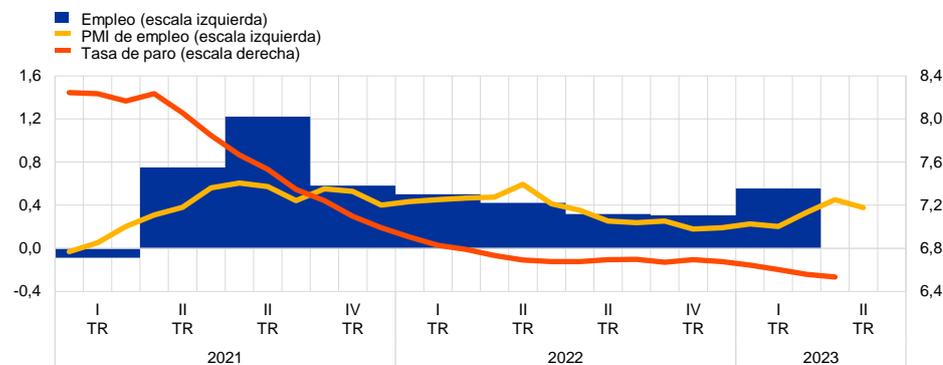
### El mercado de trabajo continuó creciendo en el primer trimestre de 2023 y mantuvo su capacidad de resistencia pese al retroceso del PIB. El empleo y el

total de horas trabajadas crecieron un 0,6 % ese trimestre. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 2,9 % y las horas totales trabajadas un 1,5 % (gráfico 6), lo que implica un descenso del 1,6 % de las horas medias trabajadas. Este descenso está relacionado, en parte, con la fuerte creación de empleo en el sector público, en el que, por lo general, las horas medias trabajadas se sitúan por debajo de las del total de la economía, y los niveles de bajas por enfermedad son elevados. La población activa ha seguido aumentando y ha continuado siendo la principal fuente de creación de empleo. En cuanto a la tasa de paro, tras disminuir de forma muy ligera en los últimos trimestres, en abril se situó en el 6,5 %, lo que representa una disminución de 0,2 puntos porcentuales desde abril de 2022. La demanda de empleo sigue siendo intensa, y la tasa de vacantes se mantiene básicamente estable, en el 3 %, próxima al máximo observado desde el inicio de la serie.

## Gráfico 6

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

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



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

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

#### Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a que el empleo ha seguido creciendo en el segundo trimestre de 2023.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 53,8 en mayo, desde un valor de 54,5 en abril, pero se mantiene sustancialmente por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador lleva en terreno expansivo desde febrero de 2021 y alcanzó un máximo en mayo de 2022. La desaceleración general sugiere una moderación del crecimiento del empleo. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala un crecimiento sostenido del empleo en la industria, y sobre todo en los servicios, así como una ligera disminución en el sector de la construcción.

#### El consumo privado se contrajo en el primer trimestre de 2023 en un contexto de reducción del gasto en bienes.

La persistencia de unos niveles elevados de inflación y la prolongada incertidumbre siguieron lastrando la renta disponible e incentivando el ahorro a principios de 2023. Con este trasfondo, el consumo privado se redujo un 0,3 % en el primer trimestre, debido a la disminución del gasto en bienes (panel a del gráfico 7). En tasa intertrimestral, las ventas del comercio minorista cayeron un 0,2 % en el primer trimestre de 2023 y en abril se estancaron, mientras que las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 3,8 % en los tres primeros meses del año y siguieron descendiendo en abril, un 1,1 % en tasa intermensual. En cambio, el consumo de servicios por parte de los hogares se incrementó, ya que continuó beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura.

#### Los datos más recientes muestran signos de una recuperación modesta del gasto en consumo.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se recuperó en abril, respaldado principalmente por la mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. No obstante, en mayo retrocedió y se mantuvo en un nivel reducido. Las perspectivas para los servicios de consumo siguen siendo más favorables que para los bienes, y el indicador de demanda esperada de servicios

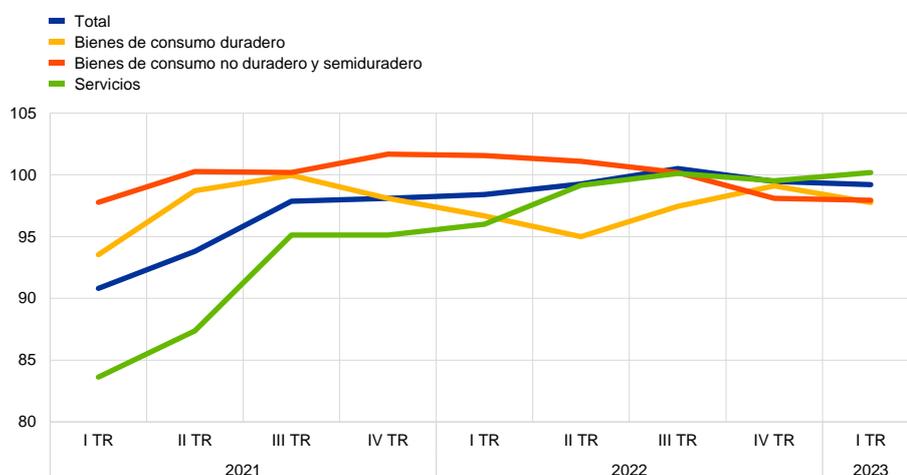
que requieren interacción social de la Comisión permaneció por encima de su nivel medio histórico en abril y mayo, pese a registrar un ligero descenso. Por el contrario, las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores y las de actividad del comercio minorista experimentaron un deterioro en mayo y permanecieron por debajo de sus medias históricas (panel b del gráfico 7). De manera similar, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de abril señala un aumento de las expectativas de reservas de vacaciones, pero ningún cambio en las expectativas de compra de electrodomésticos, que continuaron siendo bajas, y confirma la existencia de divergencias entre la demanda de servicios y la de bienes. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real limite el endeudamiento de los hogares, incremente el ahorro y modere el gasto en consumo. La evidencia procedente de la última encuesta CES sugiere que una proporción creciente de los hogares con hipoteca a tipo de interés variable prevén retrasarse en el reembolso de su deuda.

## Gráfico 7

### Indicadores del consumo privado real

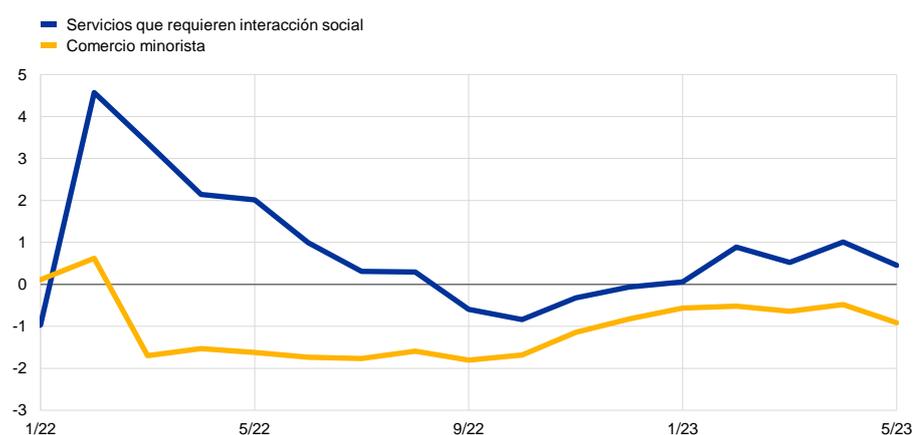
#### a) Componentes del consumo privado real

(índices: cuarto trimestre de 2019 = 100)



#### b) Expectativas de las empresas sobre la demanda y la actividad

(saldos netos normalizados)



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

Notas: En el panel b, la demanda esperada de servicios que requieren interacción social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019, mientras que la situación esperada en la actividad del comercio minorista en los tres meses siguientes se normaliza para el período 1985-2019. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el panel a y a mayo de 2023 para el panel b.

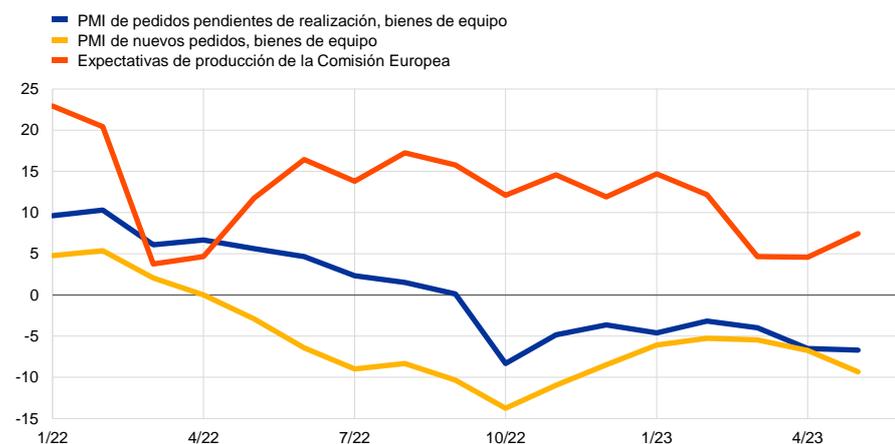
**La inversión empresarial se incrementó a principios de 2023, tras registrar una contracción en el cuarto trimestre de 2022.** En términos intertrimestrales, la inversión real, excluida la construcción, aumentó un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. Sin embargo, este porcentaje habría sido más elevado si se excluyera la volátil contribución de la inversión en activos intangibles en Irlanda. Se prevé que la inversión empresarial habría sido débil en el trimestre en curso. La producción de bienes de equipo retrocedió con fuerza en marzo, con el consiguiente efecto de arrastre negativo para el segundo trimestre. Las carteras de pedidos, la confianza de las manufacturas, los pedidos pendientes de realización y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo disminuyeron, en general, en el segundo trimestre (gráfico 8). Un nuevo índice de confianza relativo a los beneficios empresariales basado en las presentaciones de resultados (*earning calls*) de

grandes empresas de la zona del euro muestra que, pese a haber descendido con respecto a las altas cifras de años anteriores, los beneficios empresariales todavía son relativamente elevados<sup>2</sup>. Esto debería mitigar el efecto creciente del aumento del coste de financiación y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito en la inversión empresarial. La encuesta semestral sobre inversión de la Comisión Europea, cuyos resultados se publicaron el 27 de abril de 2023, sugiere una mejora en el saldo de opiniones (diferencia entre respuestas positivas y negativas) con respecto a la encuesta de octubre de 2022. Los resultados de la encuesta comportan un crecimiento positivo de los planes de inversión para 2023 tanto en las manufacturas como en los servicios. Los saldos más elevados corresponden a ramas de los servicios como telecomunicaciones e infraestructuras, que se caracterizan por unas necesidades de inversión a más largo plazo relacionadas con la digitalización o la transición energética y que cuentan con el apoyo del programa *Next Generation EU*. La encuesta apunta también a una expansión generalizada de la inversión en maquinaria y en activos intangibles que aún puede producirse este año.

### Gráfico 8

#### Indicadores coyunturales del sector de bienes de equipo

(desviaciones con respecto a las medias)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los PMI se muestran como desviaciones con respecto al umbral de expansión de 50. El indicador de expectativas de producción de la Comisión Europea se calcula como una desviación con respecto a la media de largo plazo. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

#### La inversión en vivienda aumentó en el primer trimestre de 2023, pero se espera que vuelva a disminuir en el corto plazo.

En términos intertrimestrales, la inversión residencial creció un 1,3 % en el primer trimestre de 2023, después de caer un 1,6 % en el cuarto trimestre de 2022. Es probable que este incremento tuviera su origen en unas condiciones meteorológicas favorables, unidas a una abultada cartera de pedidos pendientes de las empresas. Esto último se refleja en el hecho de que el tiempo de trabajo que debe dedicarse a los pedidos pendientes se mantuvo próximo al máximo histórico registrado entre enero y abril, de acuerdo con la encuesta trimestral de la Comisión Europea. La producción del segmento de

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», en este Boletín Económico.

construcción de edificios experimentó un avance significativo, en promedio, en el primer trimestre, pero se contrajo de forma acusada en marzo, lo que apunta a un débil comienzo en el segundo trimestre de 2023. Además, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción de edificios en los tres meses anteriores retrocedió de manera pronunciada en abril y mayo, en promedio, con respecto a la media del primer trimestre. Además, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Como la demanda está disminuyendo, los cuellos de botella por el lado de la oferta, como la escasez de materiales y unos plazos de entrega más dilatados, están descendiendo sustancialmente, y el número de transacciones de inmuebles residenciales registró una caída de dos dígitos, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2022 en muchos países. La confianza, medida por la encuesta trimestral de la Comisión sobre las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares mejoró ligeramente entre enero y abril, pero se mantiene en cotas bajas. El retroceso de la demanda se debe a la subida de los tipos de interés hipotecarios, lo que, unido a la reducción de la renta real y a los elevados precios de la vivienda, afecta a la accesibilidad. Esto se refleja también en una contracción considerable de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

#### **Las exportaciones reales de la zona del euro continuaron faltas de dinamismo en el primer trimestre de 2023, debido al debilitamiento de la demanda global.**

Las exportaciones de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro experimentaron una caída moderada en el primer trimestre, dado que la demanda externa global disminuyó. Las exportaciones de manufacturas se vieron favorecidas por la disminución de los cuellos de botella en la oferta, mientras que la persistencia de los efectos de la perturbación en el suministro de energía y la apreciación del euro contribuyeron a la debilidad de las exportaciones. Las exportaciones de servicios impulsaron las exportaciones totales de la zona del euro. Las importaciones de la zona descendieron de manera acusada en el primer trimestre, reflejo de la desaceleración de la demanda interna y de la caída de las importaciones de energía fruto de un invierno suave y de unos depósitos de almacenamiento llenos. Como las importaciones reales se redujeron, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva en el primer trimestre, pese al tímido avance de las exportaciones. La relación real de intercambio de la zona del euro siguió mejorando a medida que los precios de importación de la energía continuaron bajando, lo que contribuyó a que la cuenta corriente volviera a registrar con celeridad un superávit en el primer trimestre de 2023. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. Los plazos de entrega de los proveedores siguieron acortándose en mayo, y la evolución de las exportaciones debería verse respaldada en el corto plazo por la disminución de los niveles de las carteras de pedidos existentes, que todavía son elevados en algunos sectores clave. Sin embargo, los nuevos pedidos de las manufacturas retrocedieron y se adentraron más en terreno contractivo, lo que indica la persistencia de la atonía de la demanda de exportaciones de bienes de la zona del euro. Al mismo tiempo, el aumento de los nuevos pedidos de exportaciones en los servicios apunta a un dinamismo positivo en ese sector, con una actividad intensa en los servicios de

turismo y viajes y de transporte, al igual que en el de otros servicios comerciables, como tecnologías de la información y la comunicación.

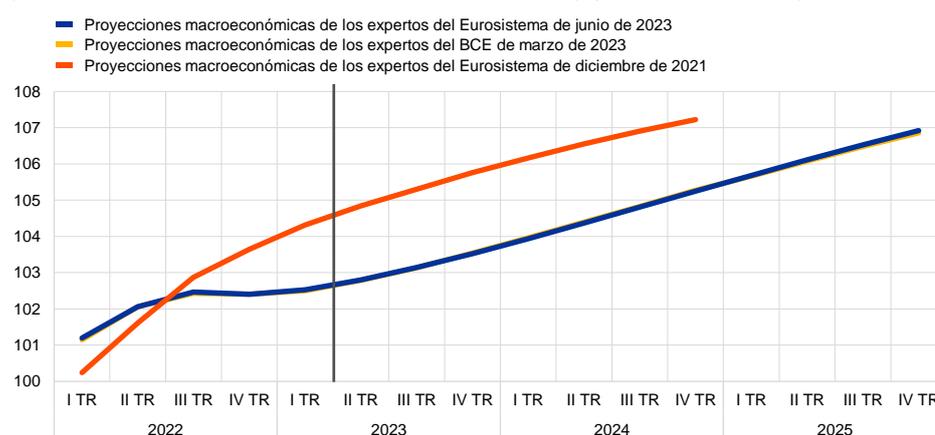
**Más allá del corto plazo, se espera un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB.** Se prevé que la economía vuelva a crecer en los próximos trimestres a medida que los precios de la energía se moderen, la demanda externa se fortalezca, los cuellos de botella en la oferta desaparezcan y la incertidumbre —incluida la relacionada con las recientes tensiones del sector bancario— siga disminuyendo. Asimismo, se espera una mejora de las rentas reales, respaldada por un mercado de trabajo sólido, y el desempleo registraría nuevos mínimos históricos. Aunque el endurecimiento de la política monetaria del BCE se transmitirá cada vez más a la economía real, se prevé que el impacto moderador de unas condiciones de oferta del crédito más restrictivas sea limitado. Este endurecimiento, junto con la retirada gradual del apoyo fiscal, frenará el crecimiento económico a medio plazo.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 0,9 % en 2023 (desde el 3,5 % en 2022), y repuntará después hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025 (gráfico 9).** En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, debido principalmente al endurecimiento de las condiciones de financiación. La previsión de crecimiento del PIB en 2025 se mantiene sin cambios, ya que se espera que los efectos del citado endurecimiento se vean compensados en parte por los efectos del aumento de la renta real disponible y la menor incertidumbre.

### Gráfico 9

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

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



Fuentes: Eurostat y [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023](#).

Nota: La línea vertical indica el inicio de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023.

### 3 Precios y costes

*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 6,1 % en mayo de 2023 y reanudó la senda descendente iniciada en octubre de 2022. Todos los componentes principales —energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios— contribuyeron al descenso de la inflación general. Las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas, pero algunos indicadores mostraron señales incipientes de debilitamiento, dado que los efectos de los elevados costes de la energía, de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía están desapareciendo lentamente. La contribución de las presiones salariales a la inflación es cada vez más importante, mientras que los beneficios se mantuvieron en niveles relativamente altos en sectores con desequilibrios entre la oferta y la demanda. Se han observado tímidos indicios de moderación en los últimos datos disponibles de los indicadores de la inflación subyacente, pero aún continúan en cotas elevadas. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron situándose en torno al 2 %, algunos se mantuvieron en niveles altos y requieren un seguimiento continuo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, la inflación general continuará su tendencia descendente y se situará, en promedio, en el 5,4 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025.*

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se redujo hasta situarse en el 6,1 % en mayo y reanudó su anterior tendencia descendente tras registrar un leve repunte, hasta el 7 %, en abril, que reflejó un efecto de base al alza de la inflación de la energía (gráfico 10).** La

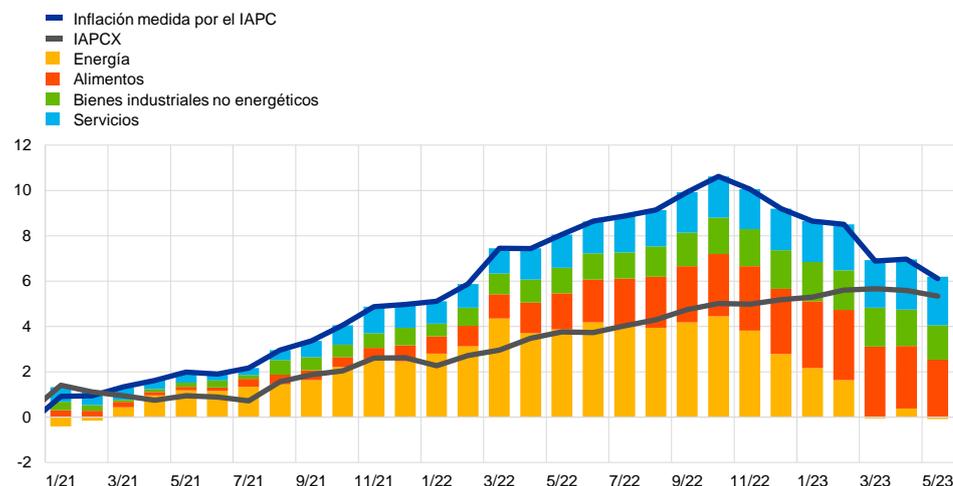
disminución observada en mayo se debió a unas tasas de variación de los precios más bajas en todos los principales componentes del IAPC (energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios). La inflación de la energía se redujo hasta el -1,7 % en mayo, retomando su senda descendente después de elevarse hasta el 2,4 % en abril, desde el -0,9 % registrado en marzo. El descenso general de la inflación energética durante los últimos meses ha estado relacionado con la caída de los precios mayoristas del gas y la electricidad. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió descendiendo, desde el 13,5 % en abril hasta el 12,5 % en mayo, como resultado de la disminución de las tasas de los alimentos elaborados y de los no elaborados. Esta evolución está en consonancia con la moderación de las presiones inflacionistas latentes, conforme van desapareciendo los efectos indirectos de las perturbaciones energéticas y de otros costes. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se situó en el 5,3 %, frente al 5,6 % registrado en abril, descendiendo por segundo mes consecutivo. Este descenso obedeció a las menores tasas de inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. La inflación de estos últimos continuó disminuyendo hasta situarse en el 5,8 % en mayo, frente al 6,2 % observado en abril, probablemente como reflejo, en gran parte, de la relajación de las anteriores presiones al alza derivadas de los cuellos de botella en la oferta y de las perturbaciones relacionadas con los costes de la energía. Es posible que esta disminución se deba también a la rotación de la demanda de los bienes a los

servicios tras la pandemia. Asimismo, la inflación de los servicios se redujo ligeramente, desde el 5,2 % en abril hasta el 5 % en mayo.

### Gráfico 10

#### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023 (estimaciones de avance).

#### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro muestran tímidos indicios de estabilización, aunque todavía permanecen en niveles altos y la incertidumbre sigue siendo elevada (gráfico 11).

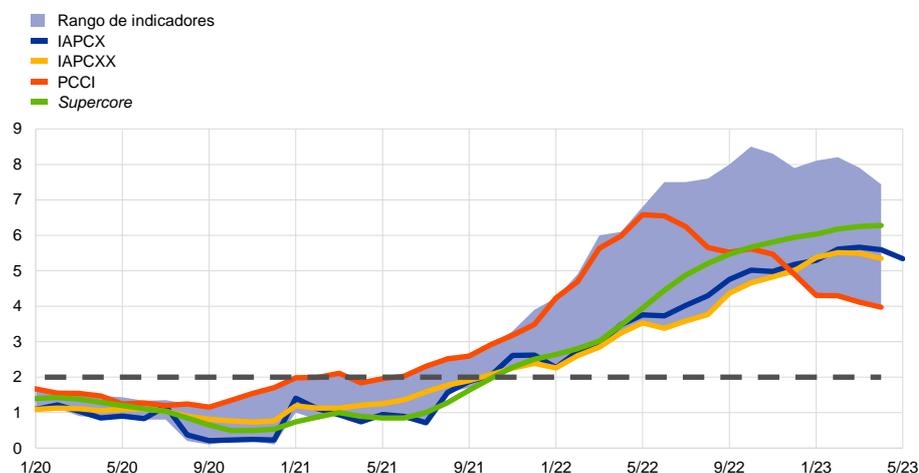
Según los últimos datos disponibles, las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente registraron una leve caída de en abril.

Además, la inflación medida por el IAPCX volvió a descender, hasta el 5,3 % en mayo (estimación de avance), lo que respalda la expectativa de una senda a la baja emergente de la inflación subyacente. En comparación con el mes anterior, los únicos indicadores de la inflación subyacente que siguieron aumentando en abril fueron el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente», que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo) y el indicador de la inflación interna (que excluye componentes con un elevado contenido importador). Esta evolución apunta a la prevalencia de algunas presiones inflacionistas internas más persistentes, lo que, unido a cierto retardo en la transmisión de perturbaciones previas asociadas a los costes de la energía y a las cadenas de suministro, explica que las tasas de la inflación subyacente hayan permanecido en niveles altos. El rango de indicadores objeto de seguimiento se redujo en abril, pero siguió siendo amplio en términos históricos, lo que señala la persistencia de una incertidumbre considerable.

## Gráfico 11

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; las medias recortadas al 10 % y al 30 %, el PCCI y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a abril de 2023 para los demás indicadores.

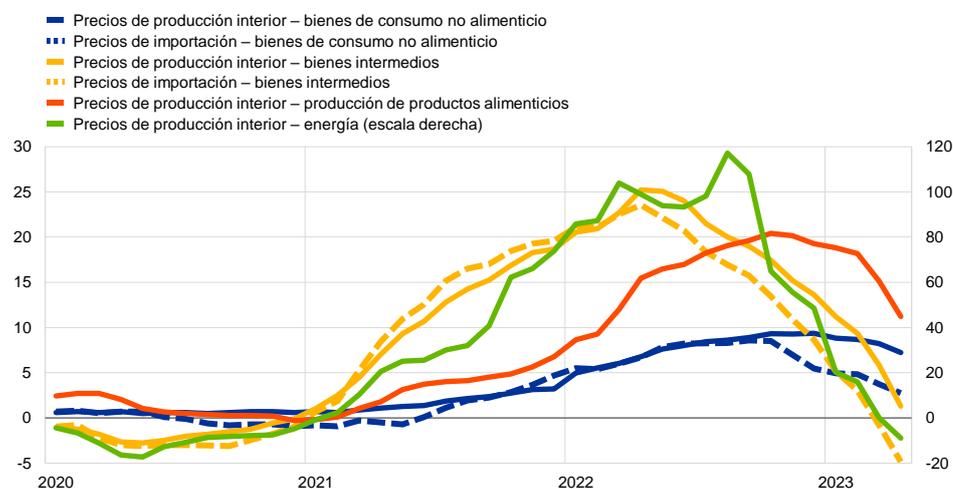
### Las presiones latentes siguieron disminuyendo, pero algunos indicadores permanecen en niveles históricamente elevados, sobre todo en las fases posteriores del proceso de formación de precios (gráfico 12).

En las primeras fases de este proceso, las presiones inflacionistas continuaron reduciéndose considerablemente en abril, con una caída de la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes intermedios hasta el 1,3 %, desde el 5,8 % registrado en marzo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estos bienes pasó a ser más negativa y descendió desde el -0,8 % en marzo hasta el -4,8 % en abril, en parte debido a la apreciación del tipo de cambio del euro en otoño de 2022. La disipación gradual del impacto de las perturbaciones de los precios energéticos se reflejó también en la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que se situó en terreno negativo en abril. Si se consideran las fases posteriores de la cadena de formación de precios, el crecimiento de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio siguió ralentizándose y se situó en el 7,2 % en abril, frente al 8,2 % de marzo, pero continúa en niveles extraordinariamente elevados. En el mismo período, la tasa de avance interanual de los precios de importación de estos bienes descendió desde el 3,7 % hasta el 2,8 %. La moderación continuada de las presiones latentes sugiere que el efecto acumulado de anteriores perturbaciones de precios está desapareciendo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los productos alimenticios también se redujo, mientras que la correspondiente a los precios de producción interior se situó en el 11,2 % en abril y la de la serie equivalente de precios de importación fue del 3,5 %.

## Gráfico 12

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

### Las presiones de costes de origen interno, medidas por el deflactor del PIB, continuaron aumentando en el primer trimestre de 2023 como resultado del alza de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios (gráfico 13).

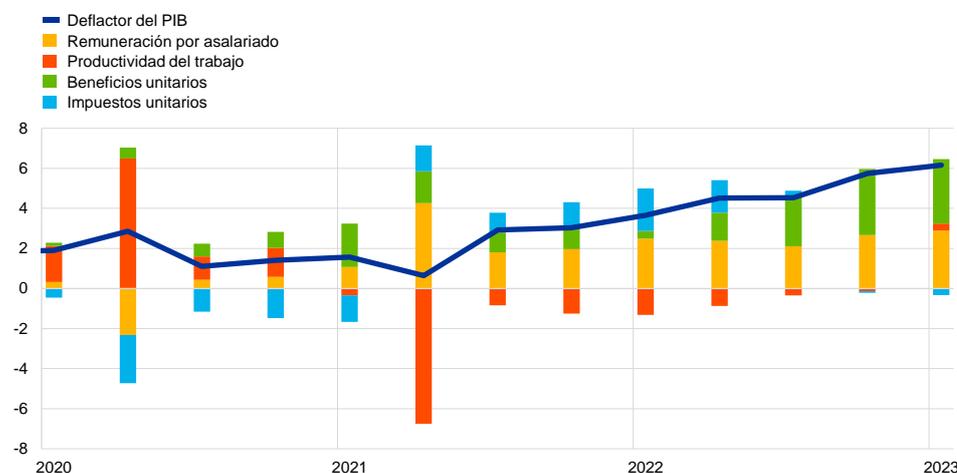
La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta situarse en el 6,2 % en el primer trimestre de 2023, frente al 5,8 % observado en el cuarto trimestre de 2022, superando así la inflación medida por el IAPCX. Los beneficios unitarios y los costes laborales unitarios representaron en torno a la mitad, respectivamente, de la contribución al crecimiento total de este deflactor, mientras que los impuestos unitarios tuvieron un impacto a la baja reducido. La aportación de los beneficios unitarios al deflactor del PIB siguió siendo elevada desde una perspectiva histórica<sup>3</sup>. Esto implica que los desequilibrios entre la oferta y la demanda existentes en algunos sectores aún no han desaparecido del todo y que las empresas se han beneficiado de un entorno de fijación de precios favorable en el que el encarecimiento de los insumos pudo trasladarse a los precios de venta. El mayor ritmo de avance de los costes laborales unitarios se debió principalmente a la caída de la productividad del trabajo, que pasó del 0,3 % en el último trimestre de 2022 al -0,6 % en el primer trimestre de 2023. También contribuyó de forma positiva el aumento de la remuneración por asalariado —del 4,8 % al 5,2 %— en el mismo período. Asimismo, se observa una intensificación de las presiones salariales en la tasa de avance de los salarios negociados, que se aceleró un 4,3 % en el primer trimestre de 2023, desde el 3,1 % registrado en el trimestre anterior. Además, la información prospectiva procedente de las negociaciones salariales recientemente concluidas sugiere que las presiones salariales nominales siguen siendo intensas, sobre todo si se consideran también los pagos extraordinarios prevalentes en los acuerdos alcanzados recientemente en algunos países de la zona del euro.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

### Gráfico 13

#### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. Tanto la remuneración por asalariado como la productividad del trabajo contribuyen a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios.

#### La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro permanecen en torno al 2 %, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado ligeramente.

Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (abril de 2023), las expectativas medianas de inflación general a tres años vista descendieron hasta situarse en el 2,5 % (desde el 2,9 %), al tiempo que las expectativas medianas a un año vista disminuyeron hasta el 4,1 % (desde el 5 %)<sup>4</sup>. En consecuencia, la mejora de las expectativas de inflación a tres años observado en marzo se ha revertido ampliamente, lo que indica que este repunte transitorio podría atribuirse a la incertidumbre y la preocupación por las turbulencias en los mercados financieros europeos. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica siguen situándose en torno al objetivo del BCE del 2 %. En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a más largo plazo (relativas a 2027) se mantuvieron sin variación en el 2,1 %, mientras que la encuesta del BCE a analistas de política monetaria de mayo de 2023 las situó en el 2 %, sin cambios con respecto a la encuesta de marzo. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) registraron un ligero ascenso en todos los plazos durante el período de referencia finalizado a mediados de junio, en un contexto en el que los participantes en el mercado se centraron más en determinar la existencia de evidencia sobre la persistencia de inflación subyacente en la zona del euro y en otras economías. Los datos más bajos de lo esperado para la inflación subyacente y la general de la zona del euro publicados al final de mayo no modificaron sustancialmente esta valoración de los mercados a plazo. A corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se situó en el 2,3 %

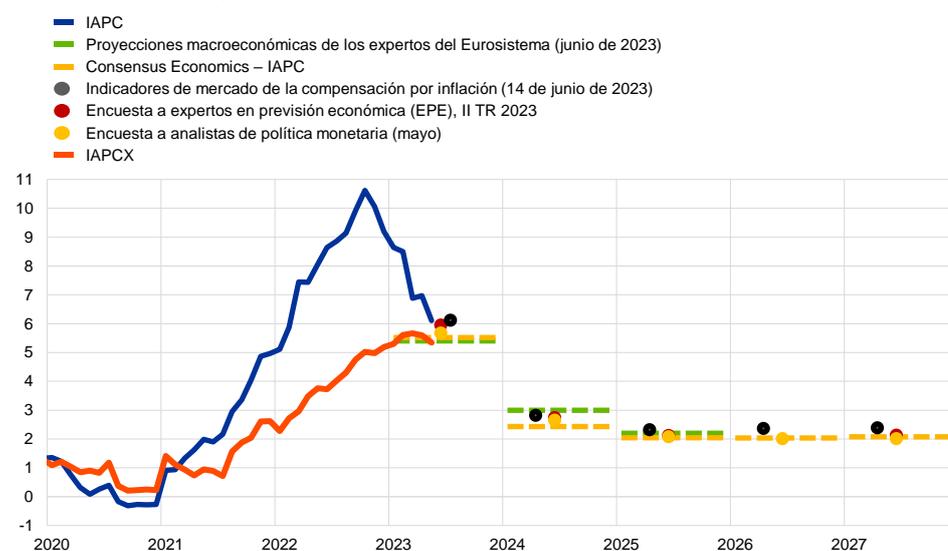
<sup>4</sup> Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – abril de 2023», *nota de prensa*, 6 de junio de 2023.

a mediados de junio, 15 puntos básicos por encima del nivel observado al inicio del período analizado (mediados de marzo). A largo plazo, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años también finalizó el período analizado en un nivel casi 15 puntos básicos más alto y está fluctuando en torno al 2,5 %. Sin embargo, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Por el lado de los consumidores, en la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (correspondiente a abril de 2023) se señala que las expectativas medianas de inflación general a tres años vista se redujeron de forma significativa, del 2,9 % al 2,5 %, mientras que las expectativas medianas a un año vista disminuyeron hasta situarse en el 4,1 %, desde el 5 %<sup>5</sup>. En consecuencia, el incremento de las expectativas de inflación a tres años vista observado en marzo se ha revertido ampliamente, lo que indica que este repunte transitorio podría atribuirse a la incertidumbre y la preocupación en torno a las turbulencias en los mercados financieros en Europa.

#### Gráfico 14

#### Indicadores de opinión de las expectativas de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2023](#) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa 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 14 de junio de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023 se realizó entre el 31 de marzo y el 5 de abril de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones a largo plazo de Consensus Economics fue abril de 2023 y mayo de 2023 para las proyecciones a corto plazo (2023 y 2024). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 31 de mayo de 2023. La última observación para el IAPC corresponde a mayo de 2023 (estimación de avance).

#### Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, la inflación general continuará su senda

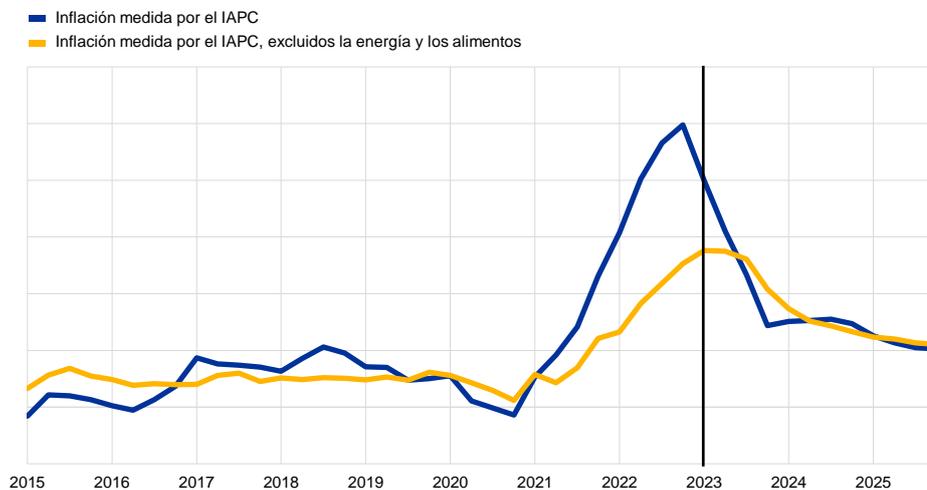
<sup>5</sup> Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – abril de 2023](#)», nota de prensa, BCE, 6 de junio de 2023

**descendente y se situará, en promedio, en el 5,4 %, en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025 (gráfico 15).** La inflación general ha descendido desde octubre del pasado año, aunque está resultando ser más persistente de lo anticipado con anterioridad, pese a las señales incipientes de relajación de las presiones inflacionistas subyacentes. Se espera que la inflación de la energía sea cada vez más negativa en 2023 conforme los precios de las materias primas energéticas continúen cayendo, y que la de los alimentos se modere. Estos factores, junto con la disminución de los cuellos de botella en la oferta, reducirían adicionalmente la inflación general hasta el 3 % en el último trimestre de 2023. Se prevé que la inflación fluctúe en torno a ese nivel en 2024 cuando se espera que se retiren las medidas fiscales adoptadas, y que siga descendiendo de forma gradual en 2025. El IAPCX experimentará una moderación progresiva en el transcurso de 2023 hasta situarse, en promedio, en el 5,1 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. El menor impacto de las presiones latentes compensaría la intensificación de las presiones de los costes laborales, ya que el crecimiento de los salarios se mantiene por encima de las medias históricas como resultado de la compensación por la pérdida de poder adquisitivo y de las tensiones en los mercados de trabajo. Se espera que la contracción de los beneficios unitarios amortigüe en cierta medida el mayor dinamismo de los costes laborales. Durante el horizonte de las proyecciones, la desaparición de los efectos indirectos de los precios de la energía, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y el impacto moderador de la política monetaria deberían contribuir a reducir la inflación. En comparación con las proyecciones de los expertos de marzo de 2023, el perfil de la inflación general se ha mantenido prácticamente inalterado, con una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales para cada año. El IAPCX se ha revisado al alza, debido a los inesperados aumentos anteriores y a la presión procedente del crecimiento de los costes laborales unitarios.

## Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2023](#).

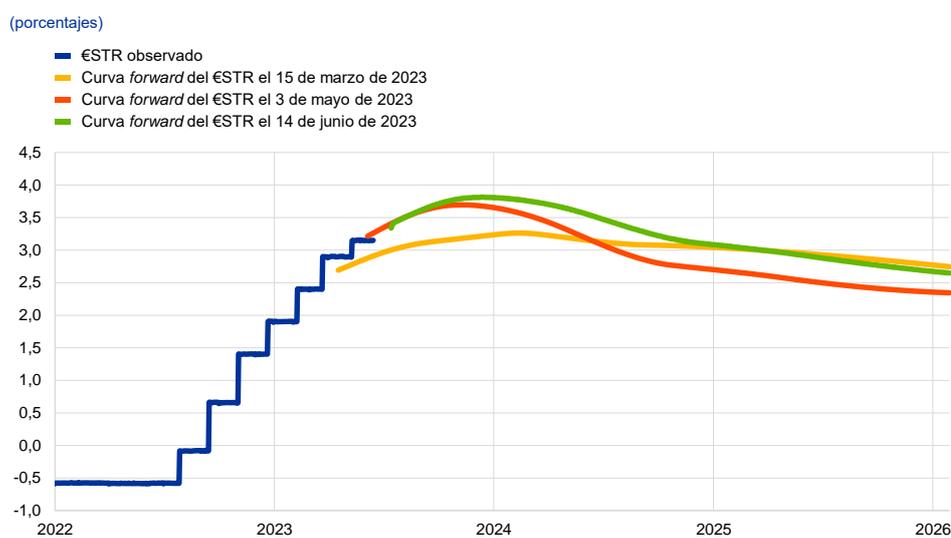
Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2025 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023 se finalizaron a finales de mayo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 23 de mayo de 2023. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para el IAPC y anuales para el IAPCX.

*Durante el período de referencia (del 16 de marzo al 14 de junio de 2023), los mercados financieros de la zona del euro se estabilizaron tras las turbulencias que experimentó el sector bancario en Estados Unidos y Suiza a principios de marzo. Como la preocupación por el impacto económico de las turbulencias fue aplacándose gradualmente, los participantes en los mercados revisaron sus expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales, la volatilidad remitió, las cotizaciones se recuperaron y los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron. Al final de mayo, los tipos de interés libres de riesgo disminuyeron ligeramente en todos los plazos, debido en parte a una inflación general y subyacente más bajas de lo esperado en la zona del euro. En conjunto, la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se desplazó al alza en los tramos más cortos y alcanzó un máximo de alrededor del 3,8 % al final del período analizado, a mediados de junio, aunque este nivel seguía siendo inferior al registrado a principios de marzo antes del inicio de las turbulencias bancarias. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro solo reflejaron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos y Reino Unido, y se estabilizaron en niveles algo más elevados que los observados a mediados de marzo. Los mercados de deuda soberana se mantuvieron bastante aislados de los acontecimientos ocurridos en el sector bancario, y los diferenciales no reaccionaron al anuncio del Consejo de Gobierno en su reunión de mayo de que esperaba poner fin a las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a partir de julio de 2023. En el período de referencia, los índices bursátiles agregados de la zona del euro se revalorizaron menos que en Estados Unidos, aunque el sector bancario mostró un comportamiento mejor en la zona del euro que en el país americano. Los efectos de contagio a la zona del euro derivados de la volatilidad de los mercados financieros en Estados Unidos relacionada con la incertidumbre política sobre el techo de la deuda de ese país se mantuvieron contenidos en gran parte. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció.*

**La curva forward del OIS (overnight index swap) se desplazó al alza en los tramos más cortos y la curva forward del €STR registró un máximo de alrededor del 3,8 % (gráfico 16).** El €STR siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno subió 50 puntos básicos (del 2,5 % al 3 %) en su reunión de política monetaria del 16 de marzo de 2023 y otros 25 puntos básicos (del 3 % al 3,25 %) en su reunión del 4 de mayo. A principios de marzo, la curva forward del OIS, basada en el €STR, descontaba un tipo máximo del 4 % en diciembre de 2023, que posteriormente se redujo hasta el 3,3 % en octubre de 2023, como consecuencia de la preocupación cada vez mayor de los participantes en los mercados sobre las turbulencias en el sector bancario. En la segunda mitad de marzo, la decisión del Consejo de Gobierno de aumentar el tipo de interés de la facilidad de depósito y su comunicación clara sobre la capacidad de resistencia del sector bancario de la zona del euro, llevó a los participantes en los mercados a revisar al alza sus expectativas relativas a la política monetaria. La decisión sobre los tipos de interés del Consejo de Gobierno de mayo no tuvo un impacto significativo en la senda de los tipos de interés oficiales que los

participantes en los mercados habían descontado en la curva *forward* del OIS. Sin embargo, la publicación de datos más bajos de lo esperado sobre la inflación general y subyacente de la zona del euro a finales de mayo frenó ligeramente las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. En el conjunto del período de referencia, la curva *forward* del OIS se desplazó al alza en los tramos más cortos y descontaba un tipo máximo del 3,8 % en octubre de 2023. Si se compara con la curva *forward* del OIS anterior a la reunión del Consejo de Gobierno de mayo, la curva *forward* de mediados de junio muestra un pico similar, pero un descenso más moderado de los tipos *forward* posteriormente.

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



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

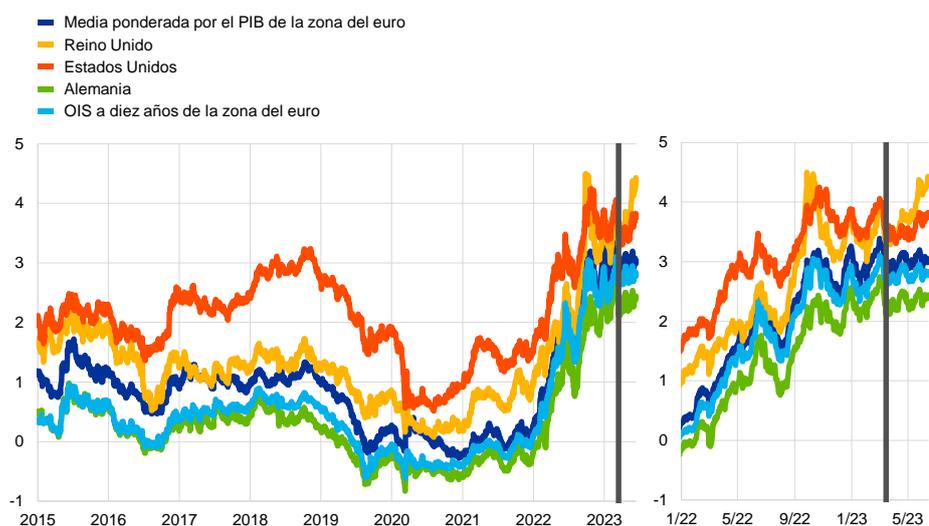
**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro solo reflejaron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos y Reino Unido, y se estabilizaron en niveles algo más elevados que los observados al comienzo del período de referencia, a mediados de marzo (gráfico 17).** Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se redujeron considerablemente en la zona del euro al inicio del período analizado, debido a que los participantes en los mercados financieros revisaron sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales a raíz de las turbulencias bancarias. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en el 3 % a mediados de marzo. Posteriormente, fluctuó en un rango de unos 40 puntos básicos y terminó el período considerado —a mediados de junio— 10 puntos básicos por encima de dicho nivel, en el 3,1 %, lo que contrasta, en particular, con el mercado repunte de los tipos de interés libres de riesgo del Reino Unido. El debate en torno al techo de la deuda en Estados Unidos, sobre el que la Cámara de Representantes aprobó un acuerdo el 31 de mayo, junto con la mejora de la percepción de riesgos y el continuado endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra, fueron los principales factores que explican el incremento más acusado de los rendimientos de la deuda pública a diez años en

Estados Unidos y en el Reino Unido, que fue de 20 puntos básicos y 100 puntos básicos, respectivamente, hasta alcanzar el 3,8 % y el 4,4 % a mediados de junio.

### Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

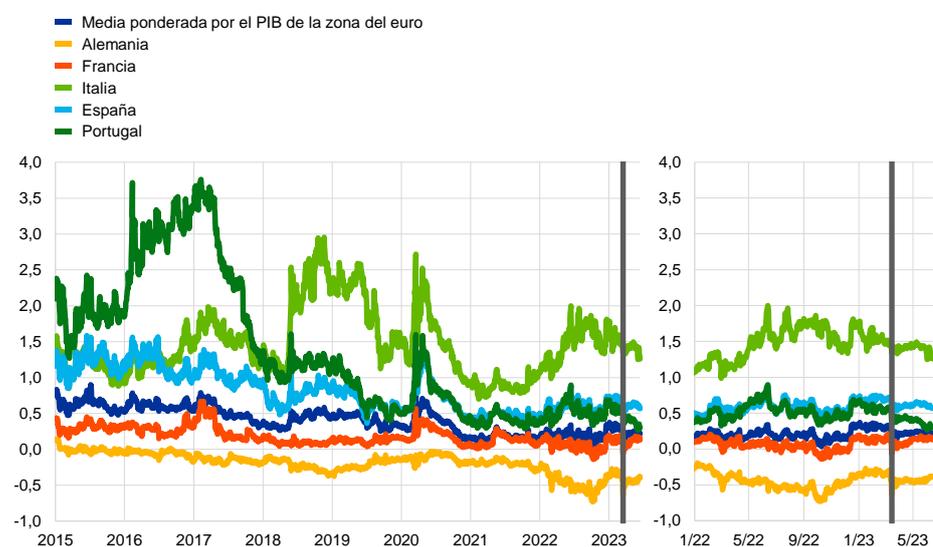
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo, dado que los diferenciales soberanos se mantuvieron aislados de la preocupación por el sector bancario (gráfico 18).** El diferencial del rendimiento medio de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo aumentó ligeramente en el período de referencia, como reflejo de los diferenciales de la deuda soberana, que permanecieron prácticamente estables en la mayoría de jurisdicciones. El principal factor que explica el movimiento al alza fue el diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania, que se elevó 12 puntos básicos y pasó a ser menos negativo, en parte como consecuencia de la reversión de los flujos de huida hacia activos más seguros provocados por las turbulencias en el sector bancario. El anuncio del Consejo de Gobierno en mayo de que esperaba poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023 no generó ningún aumento apreciable de los diferenciales. Un movimiento notable durante el período de referencia fue el descenso del diferencial de la deuda soberana griega tras la primera ronda de elecciones parlamentarias del 21 de mayo, que reforzó las expectativas de los participantes en los mercados de una posible mejora de la calificación a grado de inversión en los próximos meses. El diferencial de la deuda soberana griega a diez años cayó 60 puntos básicos en el período analizado.

## Gráfico 18

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

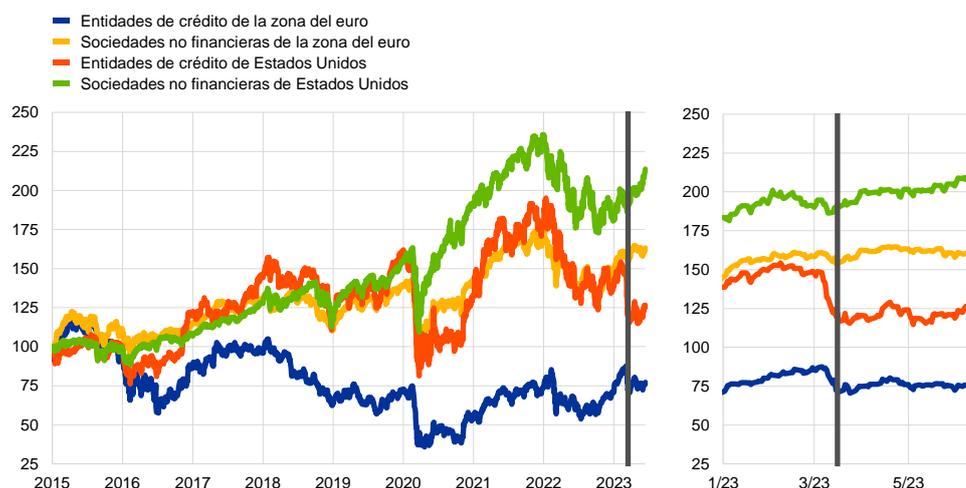
**Los diferenciales de los valores de renta fija privada disminuyeron como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos.** Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y de grado de inversión se redujeron 77 puntos básicos y 13 puntos básicos, respectivamente, revirtiendo casi el incremento que se había producido durante las turbulencias en el sector bancario que precedieron al período analizado. Si bien los diferenciales fueron algo mayores que antes de las turbulencias bancarias, las emisiones brutas por parte de las sociedades no financieras estuvieron en consonancia con las regularidades históricas. Las emisiones brutas al comienzo de 2023 fueron más elevadas que las emisiones brutas medias de los diez últimos años, pero prácticamente se interrumpieron cuando empezaron las turbulencias en el sector bancario y los diferenciales se ampliaron de forma significativa, y después volvieron a repuntar cuando los diferenciales comenzaron a estrecharse y la volatilidad se redujo. La capacidad de las sociedades no financieras para adaptarse a las condiciones imperantes en los mercados y emitir menos deuda cuando los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron puede haber evitado que estos siguiesen ampliándose durante las turbulencias.

**Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron en el período de referencia, dado que los mercados bursátiles se asentaron en un entorno de menor volatilidad (gráfico 19).** Durante el período analizado, los índices bursátiles de la zona del euro registraron un incremento generalizado del 5 %, que compensó en gran parte las pérdidas sufridas durante las turbulencias en el sector bancario, aunque las cotizaciones bancarias aún no han recuperado del todo las pérdidas. A medida que se acercaba la fecha límite para el techo de la deuda en Estados

Unidos, los mercados de renta variable de ambos lados del Atlántico mantuvieron una calma relativa. Pese al lastre más persistente sobre las cotizaciones bancarias en Estados Unidos, los índices bursátiles agregados se comportaron mejor en Estados Unidos que en la zona del euro, impulsados por una evolución mejor, en general, de las sociedades no financieras —en especial las del sector tecnológico— que tienen un peso relativamente mayor en los índices estadounidenses que en los de la zona del euro. En el conjunto del período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron un 4,5 % en la zona del euro —gracias a los dividendos más altos de lo esperado y a la recompra de acciones, así como a las mayores expectativas de beneficios a corto plazo, que fueron parcialmente contrarrestadas por un deterioro de las perspectivas de beneficios a más largo plazo— y un 11 % en Estados Unidos. Las cotizaciones del sector bancario subieron un 5,7 % en la zona del euro y un 1,9 % en el país americano.

**Gráfico 19**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

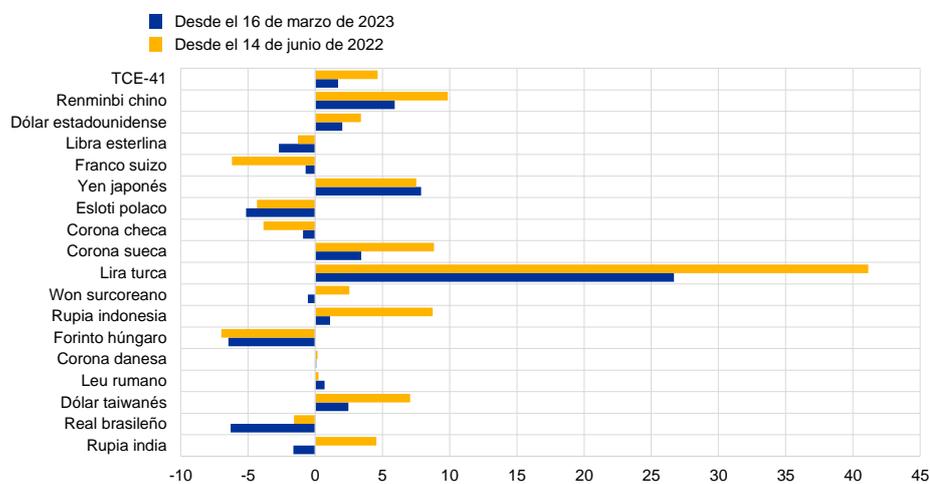
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció (gráfico 20).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1,7 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (2 %), pese al aumento de los diferenciales de tipos de interés, así como frente al renminbi chino (5,9 %) y al yen japonés (7,9 %), pero se depreció frente a la libra esterlina (2,7 %) y al franco suizo (0,7 %). La moneda única también se fortaleció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes de Asia, así como frente a la lira turca (26,7 %), pero se debilitó frente al real brasileño (6,3 %) y frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro.

## Gráfico 20

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 14 de junio de 2023.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron aumentando en abril de 2023, como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares también se incrementaron, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 14 de junio de 2023, el coste de la financiación mediante valores de renta fija y mediante acciones solo experimentó un ligero aumento. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió moderándose en abril, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario continuó debilitándose, debido al elevado coste de oportunidad de mantener dinero, a la moderación de la dinámica crediticia y a la reducción del balance del Eurosistema.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron aumentando en abril, como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos de los depósitos.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a elevarse ligeramente en abril, estabilizándose con ello en torno a su nivel más alto en más de diez años (panel a del gráfico 21). Este aumento reciente refleja, en su mayor parte, el incremento de los tipos de interés de los depósitos, mientras que la rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo prácticamente estable (panel b del gráfico 21). Los tipos de los depósitos continuaron aumentando de manera sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos. Los depositantes están reaccionando a la ampliación del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo y los depósitos a la vista desplazando sus tenencias de los segundos a los primeros y a otros instrumentos con una remuneración más alta. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de los depósitos varió significativamente de unas entidades a otras y se ha visto acompañada de una redistribución de los volúmenes de depósitos entre bancos. Los ahorradores han pasado los depósitos de entidades con una remuneración menos atractiva a entidades que han aumentado los tipos de interés de estos productos a un ritmo más rápido.

**Los reembolsos de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) contribuyeron a reducir adicionalmente el exceso de liquidez y a incrementar los costes de financiación de las entidades de crédito.** Desde la recalibración de las condiciones de las TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han realizado cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida en ese programa. En junio se habrán reembolsado fondos por un total de 1,5 billones de euros (obligatorios y voluntarios), lo que supone una reducción de los saldos vivos del 72 % aproximadamente (en comparación con el nivel anterior a la recalibración)<sup>6</sup>. Desde septiembre de 2022, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de los depósitos

<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.

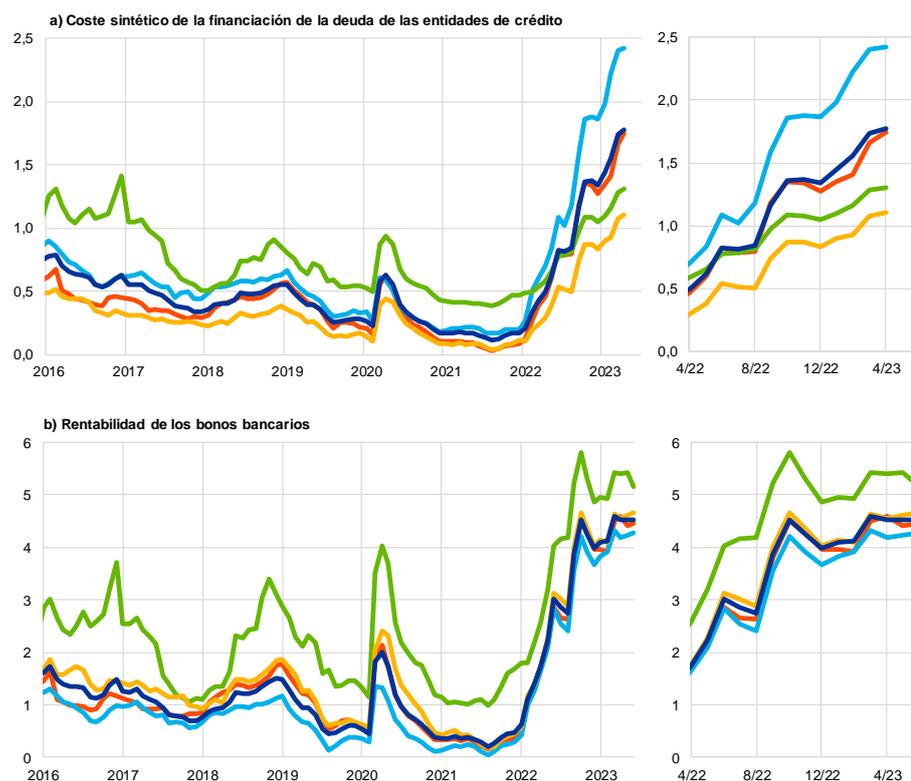
y de los tipos de interés oficiales del BCE, en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de disminución de los depósitos.

### Gráfico 21

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

(porcentajes)

— Zona del euro  
— Alemania  
— Francia  
— Italia  
— España



Fuentes: BCE, índices IHS Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 14 de junio de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

**Las entidades de crédito se mantienen adecuadamente capitalizadas en general, aunque es probable que la evolución de las condiciones de financiación, del riesgo de tipo de interés y de la calidad de los activos limite cada vez más su capacidad de concesión de crédito.** Las entidades continuaron aumentando su rentabilidad en el primer trimestre de 2023 debido, fundamentalmente, a las fuentes de ingresos no relacionadas con los intereses, mientras que el incremento que registraron los ingresos netos por intereses en 2022 se detuvo en un entorno de débil crecimiento del crédito y de márgenes de intereses estables en general. Las turbulencias que sufrió el sector bancario en marzo se tradujeron en un descenso de las cotizaciones bancarias y en una ampliación de los

diferenciales de los bonos bancarios con más riesgo, como los bonos subordinados y los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1). Las mayores presiones de financiación como consecuencia del aumento de los tipos de los depósitos y de los cuantiosos reembolsos de TLTRO están pesando actualmente sobre la rentabilidad de las entidades. Con respecto a la calidad de los activos de los balances bancarios, las ratios de préstamos dudosos han seguido disminuyendo, pero están apareciendo señales de mayores riesgos de crédito, dado que la proporción de préstamos vencidos recientemente se ha incrementado, especialmente en el caso de exposiciones a sectores que se ven más afectados por el ciclo de endurecimiento de la política monetaria, como el inmobiliario comercial. En cuanto a la exposición de los bancos al riesgo de tipo de interés, las pérdidas no realizadas en los valores de la cartera a vencimiento están siendo objeto actualmente de un escrutinio sustancial por parte de los mercados, aun cuando han sido relativamente limitadas hasta el momento.

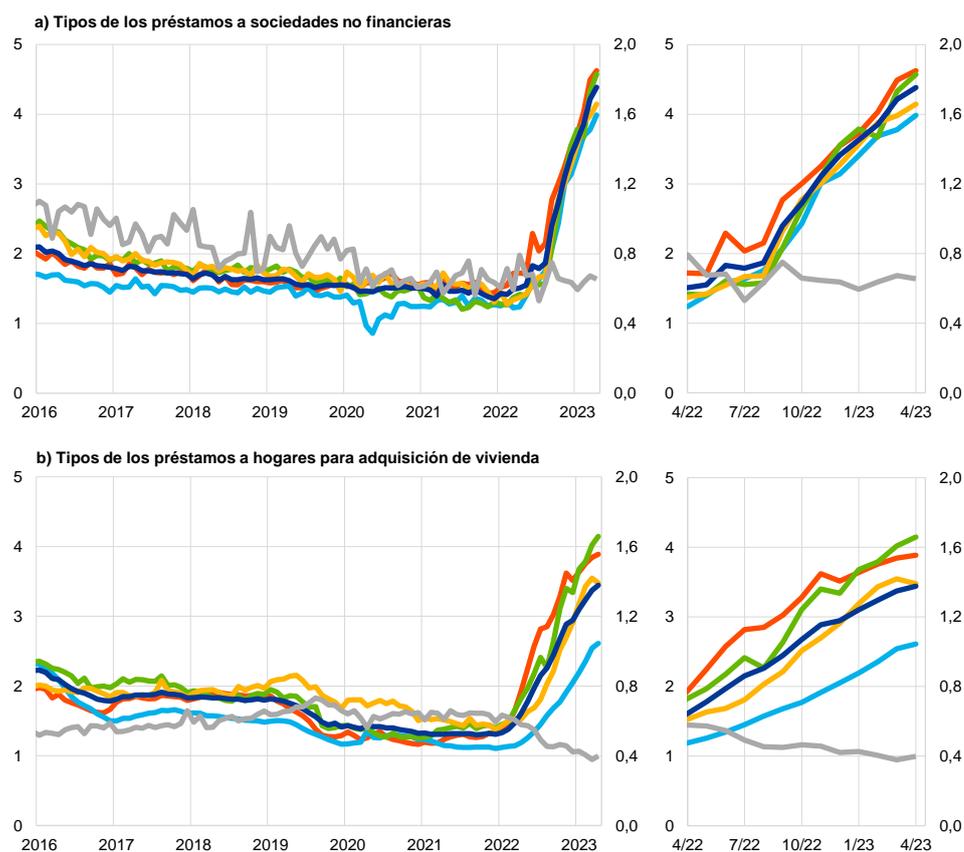
**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares aumentaron de nuevo en abril de 2023, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores.** El endurecimiento de la política monetaria del BCE se está transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un incremento de los tipos de interés aplicados y criterios de aprobación más restrictivos. Los tipos de interés de los préstamos a sociedades no financieras se elevaron hasta el 4,38 % en abril, su nivel más alto desde finales de 2008, en comparación con el 4,22 % de marzo de 2023 y el 1,83 % de junio de 2022, antes del comienzo del ciclo de endurecimiento. El reciente incremento estuvo impulsado por el ascenso de los tipos de los préstamos hasta un año de fijación del tipo inicial, mientras que los tipos de interés de los préstamos con períodos de fijación más largos disminuyeron. Los tipos de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también continuaron subiendo en abril hasta situarse en el 3,44 %, frente al 3,37 % de marzo y el 1,97 % de junio de 2022. El aumento de abril fue consecuencia de los tipos de interés más elevados de los préstamos hipotecarios a tipo flexible, mientras que los de las hipotecas a tipo fijo descendieron por primera vez desde que se inició la tendencia al alza en diciembre de 2021. En conjunto, los tipos de interés de los préstamos han aumentado con mayor rapidez que en ciclos de alza anteriores, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos oficiales. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de abril de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperan que los tipos de interés hipotecarios comiencen a estabilizarse en los doce meses siguientes. No obstante, un elevado porcentaje neto de consumidores encuestados esperaba mayores dificultades para obtener préstamos para adquisición de vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo estable en abril en niveles históricos bajos, aunque con cierta heterogeneidad de unos países a otros. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (paneles a y b del gráfico 22).

## Gráfico 22

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares en una selección de países

(porcentajes; desviación típica)

■ Zona del euro  
■ Alemania  
■ Francia  
■ Italia  
■ España  
■ Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

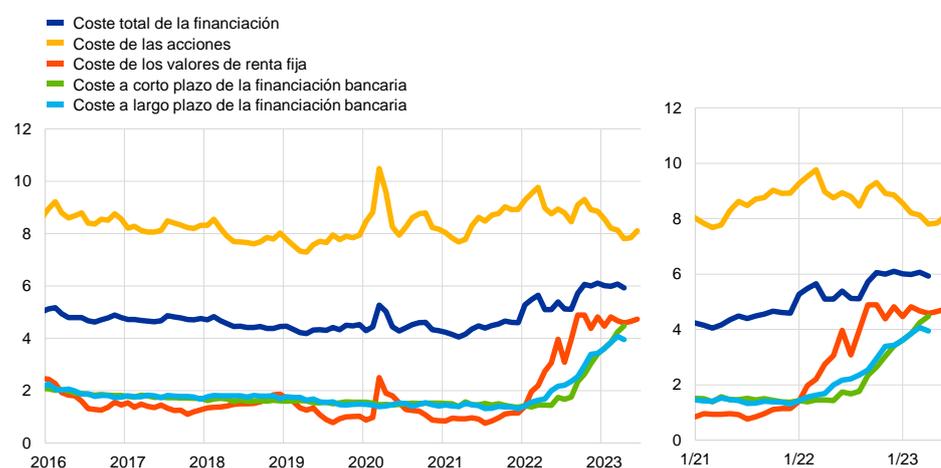
**Entre el 16 de marzo y el 14 de junio de 2023, el coste de la financiación de sociedades no financieras tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija solo experimentó un ligero aumento.** Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, a 14 de junio el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— únicamente se podía calcular hasta abril de 2023, cuando se situó en el 5,9 %, un nivel solo algo inferior al del mes anterior (gráfico 23). Esta evolución fue resultado del descenso que registró en abril el coste de todos los componentes de la financiación de las sociedades no financieras, salvo el de la financiación bancaria a corto plazo, que se incrementó considerablemente. En ese mes, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles observados en septiembre

de 2022 y, anteriormente, a finales de 2011, si bien disminuyó un poco con respecto al pico alcanzado en octubre de 2022. En el período analizado, entre el 16 de marzo y el 14 de junio, el coste de los valores de renta fija y de las acciones aumentó ligeramente. El alza del coste de los valores de renta fija se debió al impacto de los mayores tipos de interés libres de riesgo, que se compensó en parte con los menores diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras tanto en el segmento de grado de inversión como, más notablemente, en el de alta rentabilidad. El ligero ascenso del coste de las acciones también fue reflejo del incremento de los tipos libres de riesgo, dado que la prima de riesgo se mantuvo constante en el período analizado.

### Gráfico 23

Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, por componente

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 9 de junio de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

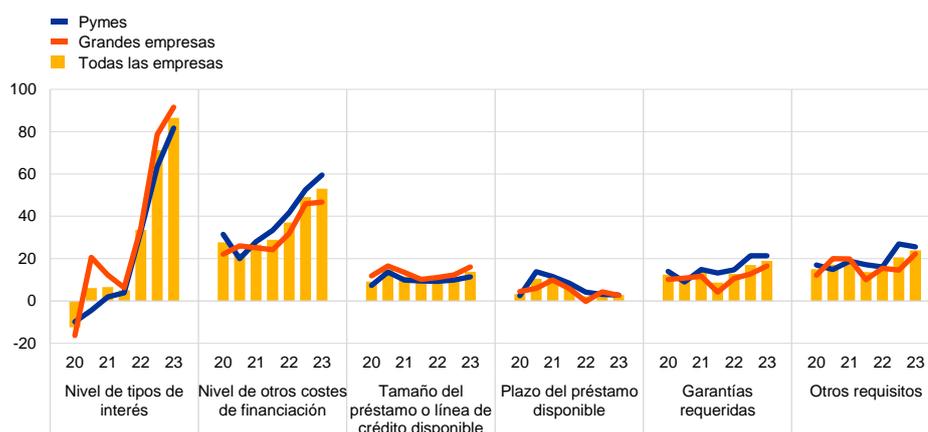
**En todas las categorías de tamaño, las empresas señalaron un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023 en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés).** El porcentaje neto de empresas que indicaron un aumento de los tipos de interés bancarios se elevó hasta el 87 %, frente al 71 % de la encuesta anterior (gráfico 24). Este es el mayor ascenso desde que comenzó a publicarse la encuesta en 2009, lo que refleja la transmisión gradual del endurecimiento de la política monetaria al coste de financiación de las empresas. Al mismo tiempo, un 53 % neto de las empresas (frente al 49 % previo) señaló un incremento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones. El aumento generalizado de los tipos de interés bancarios y otros costes parece ser similar entre las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las grandes empresas. En términos netos, las empresas también indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas, pero un incremento del plazo y del tamaño de los préstamos.

Pocos encuestados manifestaron que habían tenido dificultades para obtener un préstamo bancario (frente al 7 % en la encuesta anterior).

### Gráfico 24

#### Evolución de las condiciones de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



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

Notas: Las cifras se basan en las empresas que habían solicitado préstamos bancarios (incluidos préstamos bancarios subvencionados), líneas de crédito o descubierto bancario o en tarjetas de crédito. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 22-28 de la encuesta (entre octubre de 2019-marzo de 2020 y octubre de 2022-marzo de 2023).

#### Las empresas indicaron que la brecha de financiación había seguido incrementándose y que esperaban una menor disponibilidad en el futuro de la mayoría de las fuentes de financiación externa.

El porcentaje neto de empresas de la zona del euro que señalaron una ampliación de la brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta de financiación externa— se situó en el 6 % (frente al 9 % de la ronda anterior). Si se excluye la ronda previa, fue el mayor aumento de esta brecha desde 2013. Este aumento reflejó las mayores necesidades de financiación mencionadas por las empresas, así como un deterioro de la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación. De cara al futuro, en términos netos, el 17 % de los encuestados esperaba que la disponibilidad de préstamos bancarios disminuyera nuevamente entre abril y septiembre de 2023. Las empresas también esperaban, en conjunto, que la disponibilidad de líneas de crédito y de crédito comercial siguiera deteriorándose en los seis meses siguientes, al tiempo que consideraban que la disponibilidad futura de financiación de mercado prácticamente no variaría.

#### El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió moderándose en abril, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación.

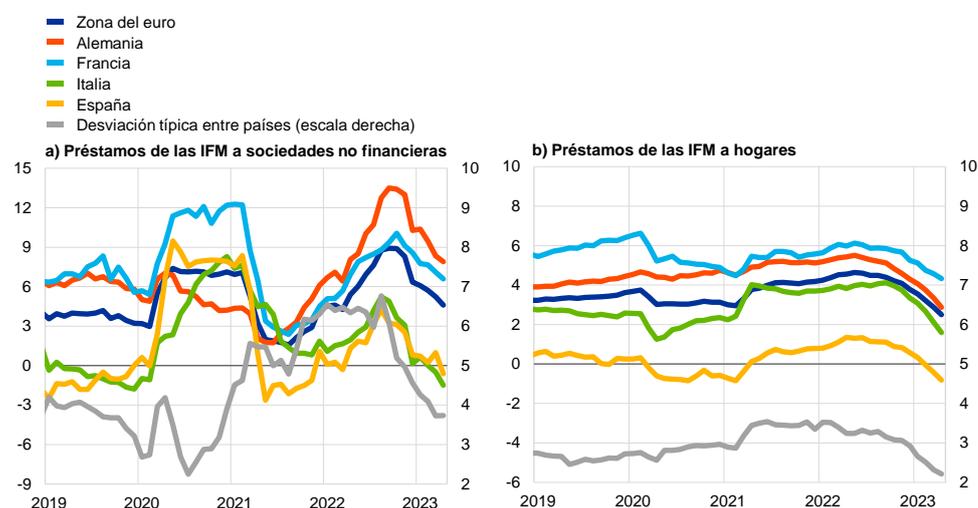
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 4,6 % en abril, desde el 5,2 % registrado en marzo (panel a del gráfico 25). Los flujos mensuales de préstamos a este sector han sido ligeramente negativos, en promedio, desde noviembre de 2022. La desaceleración se registró en las mayores economías y refleja la notable contracción de la demanda de crédito,

debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y al sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó desde el 2,9 % observado en marzo hasta el 2,5 % en abril (panel b del gráfico 25), en un entorno de deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, de sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. Esta disminución obedeció principalmente a la continua ralentización del crecimiento de los préstamos para vivienda. Sin embargo, desde principios de 2023, otros préstamos a hogares, en particular los concedidos a empresarios individuales (es decir, pequeñas empresas sin personalidad jurídica), han ido cayendo mes a mes y, por tanto, también contribuyeron al debilitamiento.

### Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

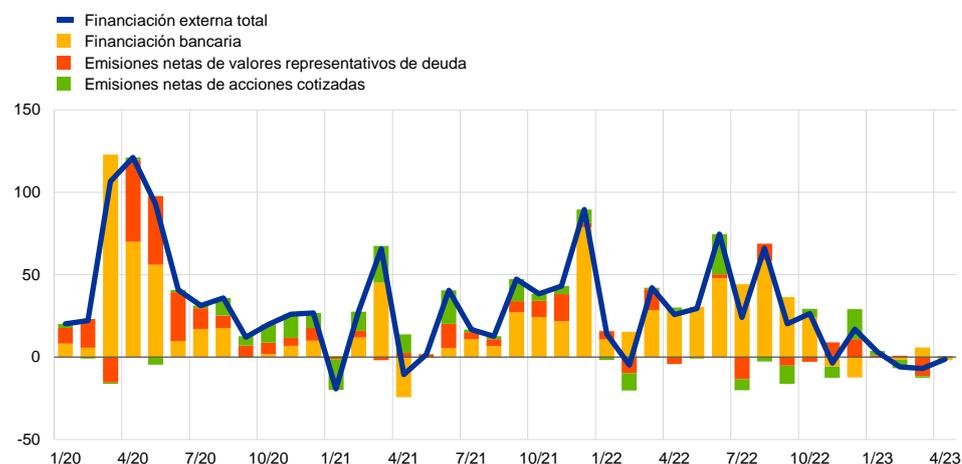
#### El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro fue tímido en el primer trimestre de 2023 y en abril, reflejo de los bajos niveles de financiación de deuda.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del 2,2 % en enero de 2023 al 1,7 % en abril (gráfico 26). Los flujos de préstamos fueron débiles en valores absolutos y en comparación con años anteriores. Esta evolución refleja las menores necesidades de financiación de las empresas dada la persistente falta de dinamismo de la actividad económica, el aumento de los tipos de interés de los préstamos y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario. Las emisiones netas de valores representativos de deuda se contrajeron a consecuencia de las mayores amortizaciones y de las menores emisiones brutas. Las emisiones de acciones cotizadas fueron débiles en general, pese al menor coste de las acciones para las empresas, debido a la reducida actividad en términos de ofertas públicas iniciales y de fusiones y adquisiciones, al tiempo que algunas multinacionales recompraron acciones y los repartos de dividendos aumentaron.

## Gráfico 26

### Flujos netos de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros)



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

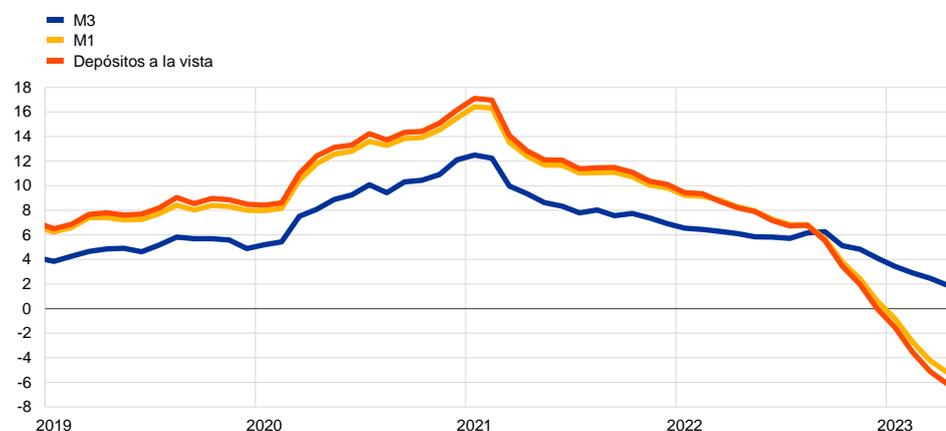
Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**Los depósitos a la vista se contrajeron nuevamente en abril, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con mayor remuneración.** Tras caer un 5,1 % en marzo en tasa interanual, los depósitos a la vista disminuyeron otro 6,1 % en abril, la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999 (gráfico 27). Esta evolución es atribuible, especialmente, a la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, pero también por otros instrumentos con mayor remuneración, como los bonos y las participaciones en fondos del mercado monetario. Refleja el hecho de que los tipos de interés de los depósitos a la vista se ajustan más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. La mayor velocidad de endurecimiento de la política monetaria del BCE en comparación con ciclos de endurecimiento previos explica los extraordinarios volúmenes de fondos que se desplazan.

## Gráfico 27

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**El debilitamiento del crecimiento monetario continuó, debido al elevado coste de oportunidad de mantener dinero, a la moderación de la dinámica crediticia y a la reducción del balance del Eurosistema.** El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó desde el 2,5 % en marzo hasta el 1,9 % en abril, la tasa más baja registrada desde julio de 2014 (gráfico 27). Las variaciones intermensuales de este agregado han sido negativas desde diciembre de 2022. El agregado monetario estrecho (M1) se contrajo nuevamente en abril, un 5,2 % frente al 4,2 % de marzo. La actual desaceleración del crecimiento monetario puede explicarse por el mayor coste de oportunidad de mantener dinero y por la moderación de la dinámica crediticia. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones financieras incentiva a los tenedores de dinero a desplazar fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo y, en menor medida, a los bonos bancarios, los fondos del mercado monetario y la deuda pública. Además, la finalización en marzo de 2023 de la reinversión íntegra del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que han ido venciendo ha dado lugar a una reducción de la cartera de activos del Eurosistema, absorbiendo de esta forma automáticamente la liquidez del sistema financiero. Por último, los reembolsos de TLTRO también están contribuyendo al debilitamiento del crecimiento monetario al dar a las entidades un incentivo para emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro siguen mejorando a medida que se retira gradualmente el apoyo fiscal. Pese a la mejora observada en las finanzas públicas, se prevé que las ratios de déficit y de deuda permanezcan muy por encima de sus niveles prepandemia durante todo el horizonte de proyección. La ratio de déficit de la zona descendería hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2023 y se estabilizaría en torno al 2,5 % en 2024 y 2025. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral en 2023, que se endurezca de forma significativa en 2024 y que vuelva a ser prácticamente neutral en 2025. Si se considera todo el horizonte de proyección, la política fiscal experimentará un cierto endurecimiento, pero mantendrá una orientación relativamente acomodaticia dadas las importantes medidas fiscales introducidas durante la pandemia y la posterior perturbación de los costes de la energía. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya desde el 91 % en 2022 hasta alrededor del 87 % en 2025. Desde la perspectiva de las políticas, conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez y el BCE, en el marco de sus competencias, está preparando actualmente un dictamen sobre las [propuestas legislativas](#) publicadas por la Comisión el 26 de abril de 2023.*

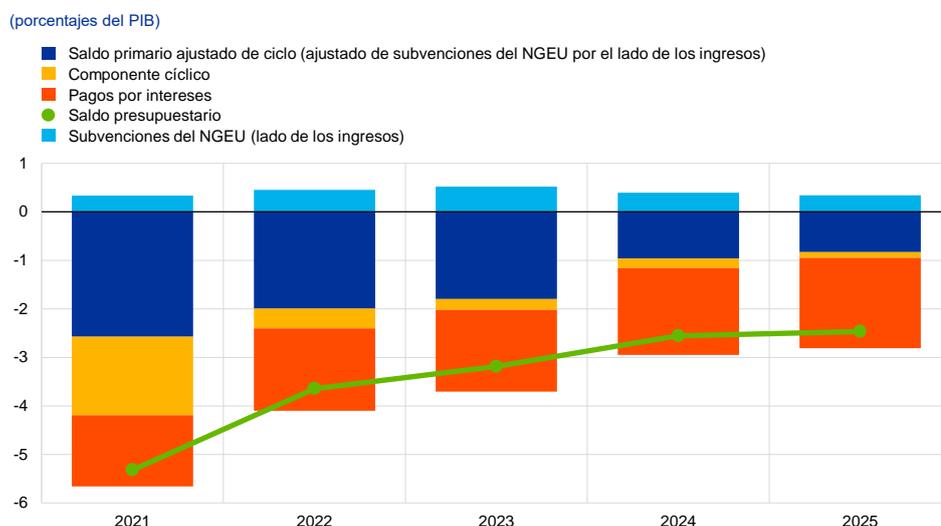
**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente durante el horizonte de proyección<sup>7</sup>.**

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2023, y hasta el 2,6 % y el 2,5 % del PIB en 2024 y 2025, respectivamente (gráfico 28). Este descenso se debería principalmente a la disminución del déficit primario ajustado de ciclo y, en menor medida, a la mejora del componente cíclico. Al mismo tiempo, los pagos por intereses en porcentaje del PIB aumentarían ligeramente. Por otra parte, el déficit primario de la zona del euro se vería influenciado en gran parte por la reducción continua de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la perturbación energética y a la elevada inflación. Actualmente se estima que el importe de estas medidas ascenderá al 1,6 % del PIB de la zona del euro en 2023 y al 0,5 % del PIB en 2024, y que se reducirá hasta situarse en torno al 0,2 % del PIB en 2025.

<sup>7</sup> Véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2023](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 15 de junio de 2023.

## Gráfico 28

### Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023.

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

### A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023<sup>8</sup>, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser prácticamente neutral en 2025.

La orientación casi neutral de la política fiscal en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de los ingresos extraordinarios de 2021 y 2022 —fundamentalmente como consecuencia del impacto positivo de la elevada inflación sobre las finanzas públicas—, que se verá ampliamente compensada por un cierto endurecimiento de las medidas fiscales discrecionales generales. Este endurecimiento refleja la supresión de algunas de las medidas de estímulo aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la pandemia, así como una reclasificación estadística en Italia. Se prevé que el tono de la política fiscal sea significativamente más restrictivo en 2024, principalmente debido a la retirada gradual de alrededor del 70 % del respaldo fiscal relacionado con la energía y con la inflación proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro en 2023. También se proyecta que el apoyo procedente de los fondos concedidos en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) se reduzca después de 2023, mientras que cierta reversión adicional de los ingresos extraordinarios mitigaría el endurecimiento de la orientación fiscal en 2024-2025.

### Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe descendiendo hasta situarse justo por encima del 87 % del PIB en 2025.

Después de que la ratio de deuda aumentara unos 13 puntos porcentuales

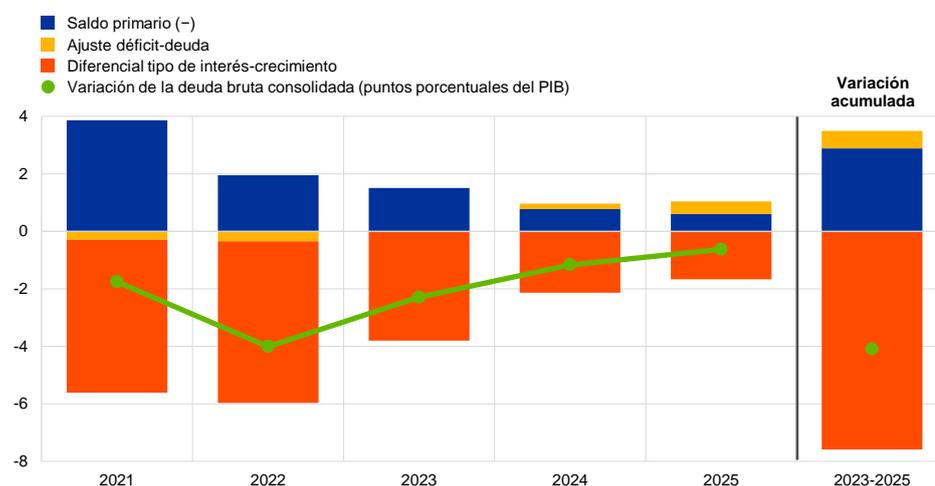
<sup>8</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

hasta alrededor del 97 % en 2020, debido a las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis del COVID-19, se situó en el 91 % del PIB en 2022, y se espera que se reduzca hasta aproximadamente el 89 % del PIB en 2023 y que siga cayendo hasta situarse en torno al 87 % del PIB en 2025. Esta reducción obedecería, sobre todo, a unos diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal. Aunque estos diferenciales han disminuido desde el final de 2022, se prevé que sigan compensando con creces los déficits primarios (gráfico 29). La contribución de los ajustes entre déficit y deuda debería ser neutra en 2023, pero incrementaría moderadamente la deuda bruta en los dos últimos años de la previsión. Pese a la disminución gradual de la ratio agregada de deuda de la zona del euro, se espera que permanezca por encima del nivel previo a la pandemia (en casi 3 puntos porcentuales) hasta 2025.

### Gráfico 29

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023.

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

**En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, el saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para 2023, pero de nuevo a la baja en un importe similar para 2024.** Estas revisiones se deben fundamentalmente a variaciones del saldo primario, aunque la revisión al alza para 2023 se basa también en la previsión de que el gasto por intereses en porcentaje del PIB será algo menor de lo esperado previamente. Las perspectivas relativas al saldo primario básicamente reflejarán las revisiones del nivel de las medidas fiscales discrecionales.

**Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada.** Ello evitaría un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. En la misma línea, en el [paquete de primavera del Semestre Europeo](#) de la Comisión Europea,

publicado el 24 de mayo de 2023 y en el que se recogen las orientaciones generales incluidas en sus [Orientaciones de la política fiscal para 2024](#), se recomendó que los Gobiernos retiraran sus medidas de respaldo fiscal para el final de este año. La Comisión indicó también que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se desactivará al final de 2023 y señaló que propondrá la apertura de procedimientos de déficit excesivo en la primavera de 2024 sobre la base de los datos de ejecución de 2023.

En cuanto a las [propuestas legislativas](#) de la Comisión Europea para la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, publicadas el 26 de abril de 2023, el BCE está preparando actualmente un dictamen en el marco de sus competencias<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Tras la publicación de la [Comunicación](#) relacionada de la Comisión el 9 de noviembre de 2022 y de las [Conclusiones del Consejo sobre las «Orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE»](#).

# Recuadros

## 1 El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino y Johannes Gareis

**Tras la irrupción de la pandemia, los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos acumularon una importante bolsa de ahorro, por encima de la tendencia previa a la pandemia<sup>10</sup>.** Entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2022, el exceso de ahorro acumulado aumentó de forma sostenida hasta alcanzar el 11,3 % de la renta (bruta) disponible tendencial en la zona del euro. En Estados Unidos, el ahorro extraordinario acumulado se situó en el 13,2 % en el tercer trimestre de 2021 y se redujo hasta el 7,9 % en el cuarto trimestre de 2022<sup>11</sup>. A primera vista, el elevado volumen de exceso de ahorro en las dos economías sugiere la posibilidad de un impulso notable al consumo, definido como el estímulo inmediato al consumo derivado del posible uso de estos ahorros. Asimismo, apunta a que queda margen para que este exceso de ahorro proporcione un estímulo mayor al consumo en la zona del euro que en Estados Unidos, donde el consumo se ha expandido considerablemente más en el período posterior a la pandemia. Aparte de la magnitud del exceso de ahorro, su composición desempeña un papel fundamental a la hora de determinar el impulso al consumo implícito. En este recuadro se realiza una estimación de la composición del exceso de ahorro y después se calibra un modelo de equilibrio general con agentes heterogéneos basado en la metodología utilizada por *Auclert et al.* para medir el impulso al consumo en las dos economías<sup>12</sup>.

**Además del volumen de ahorro acumulado durante la pandemia, la composición de este ahorro extraordinario es importante por dos motivos.**

Primero, el exceso de ahorro se destina a activos con distintos grados de liquidez, lo que es un primer determinante (equilibrio parcial) del impulso que proporciona al

<sup>10</sup> Para consultar análisis relacionados, véanse los recuadros titulados «[El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020; «[COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021; «[Las implicaciones del ahorro acumulado durante la pandemia para las perspectivas económicas globales](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021; «[Los determinantes recientes del ahorro de los hogares en función de la riqueza](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022, y «[El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022. Para una descripción de los factores de demanda que impulsan el consumo, véase el artículo titulado «[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)» en este *Boletín Económico*.

<sup>11</sup> El volumen de exceso de ahorro puede estimarse como la diferencia acumulada entre el ahorro real y su tendencia extrapolada anterior a la pandemia (2015-2019). La misma metodología se aplicó a los datos correspondientes a Estados Unidos en A. Aladangady, D. Cho, L. Feiveson y E. Pinto, «[Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#)», *FEDS Notes*, 21 de octubre de 2022. Si bien la estimación del exceso de ahorro varía en función de la metodología específica empleada, los resultados cualitativos que comparan la zona del euro con Estados Unidos presentados en este recuadro no cambian cuando se utilizan métodos alternativos (por ejemplo, si se estima el volumen de exceso de ahorro como la diferencia acumulada entre la tasa de ahorro actual y su nivel prepandemia).

<sup>12</sup> Véase A. Auclert, M. Rognlie y L. Straub, «[The Trickling Up of Excess Savings](#)», *NBER Working Paper Series*, n.º 30900, enero de 2023.

consumo. Segundo, el impacto del exceso de ahorro en el impulso al consumo también depende de una dinámica más amplia (equilibrio general): por una parte, la redistribución dinámica del ahorro gastado por algunos hogares a otros hogares prolonga la duración del impulso al consumo; por otro, el hecho de que los hogares anticipen esta redistribución futura modera la magnitud del impulso al consumo, dado que estos suavizan sus pautas de consumo a lo largo del tiempo. La evidencia empírica sugiere que estos efectos de equilibrio parcial y general pueden materializarse de manera diferente en la zona del euro y en Estados Unidos.

**Entre 2020 y 2022, la mayor parte del exceso de ahorro en la zona del euro se acumuló en activos ilíquidos, mientras que en Estados Unidos se canalizó, sobre todo, hacia activos líquidos.** En la zona del euro, entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2022, la bolsa de ahorro se invirtió en activos no financieros —como vivienda— y en activos financieros relativamente ilíquidos — como valores de renta variable y de renta fija—, y también se utilizó para amortizar préstamos. En conjunto, el exceso de ahorro acumulado de esta manera creció de forma sostenida hasta alcanzar el 10,8 % de la renta disponible tendencial en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico A). En cambio, el ahorro extraordinario acumulado en los activos financieros (más) líquidos, como efectivo y depósitos, registró un máximo del 3,7 % de la renta disponible tendencial en el primer trimestre de 2021 y después disminuyó significativamente hasta situarse en el 0,6 % en el cuarto trimestre de 2022. En Estados Unidos, la composición del exceso de ahorro acumulado al final de 2022 era notablemente distinta. Los activos financieros líquidos ascendían al 18,5 % de la renta disponible tendencial, mientras que los activos ilíquidos cayeron un 10,6 % por debajo de su tendencia previa a la pandemia, como consecuencia también de una acumulación considerable de nuevos préstamos<sup>13</sup>.

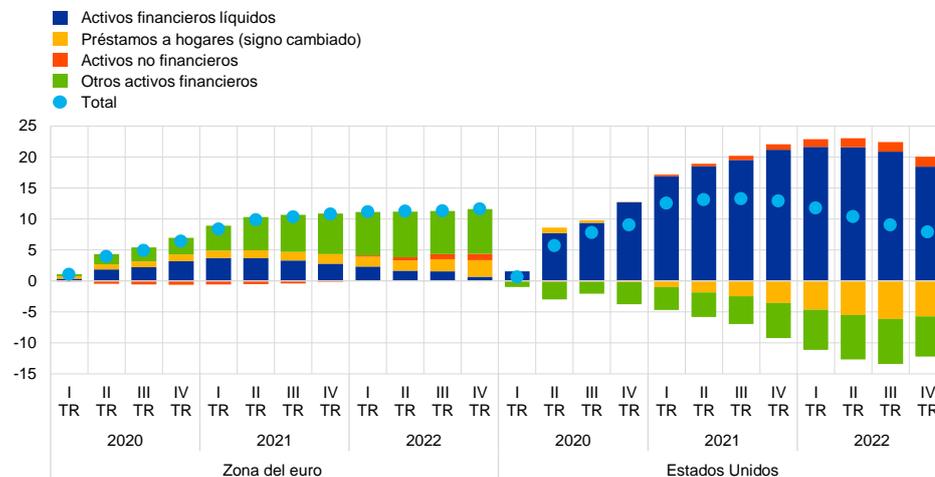
---

<sup>13</sup> La preferencia de los hogares estadounidenses por invertir el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia en activos líquidos se corrobora en H. Abdelrahman y L. E. Oliveira, «[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)», *Economic Letter*, FRBSF, 8 de mayo de 2023. Durante el período de referencia, la evolución de los préstamos a hogares puede ocultar los efectos del paquete fiscal de Estados Unidos (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Este paquete incluyó la refinanciación o reestructuración de determinados tipos de préstamos (préstamos a estudiantes y ciertos préstamos hipotecarios), que los prestamistas también ofrecieron por voluntad propia para otros tipos de crédito. Asimismo, parte de los préstamos vencidos se reclasificaron en la categoría de refinanciados o reestructurados, lo que llevó a un incremento ficticio de los flujos de préstamos a hogares. Véase L. Dettling y L. Lambie-Hanson, «[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)», *FEDS Notes*, 4 de marzo de 2021.

## Gráfico A

### Destino del exceso de ahorro acumulado, por clase de activos

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuentes: Eurostat, BCE, Reserva Federal y cálculos del BCE.

Notas: Cada una de las series representa el valor acumulado en exceso de su tendencia estimada entre 2015 y 2019. Los activos financieros líquidos son efectivo y depósitos. Los activos no financieros se refieren a la formación bruta de capital. Otros activos financieros se calculan como un residuo e incluyen principalmente valores de renta variable y de renta fija.

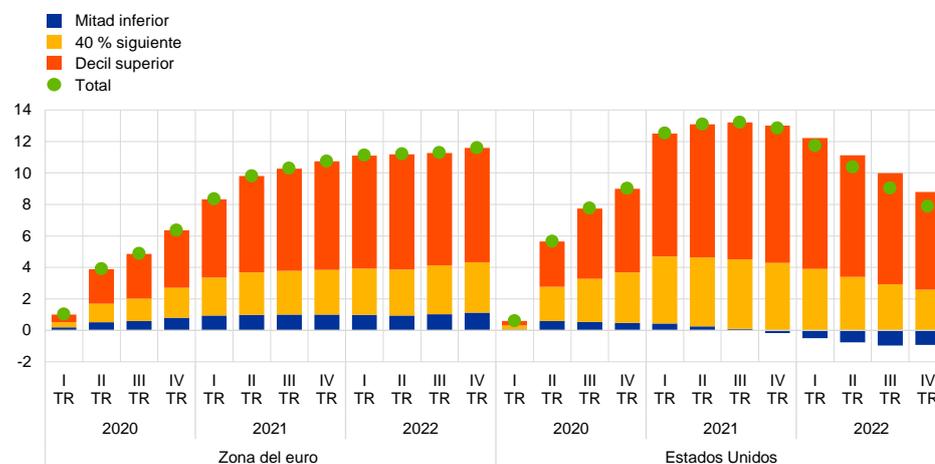
**En los tres últimos años, el volumen de exceso de ahorro se fue concentrando cada vez más en los hogares ricos a ambos lados del Atlántico.** El análisis de la distribución del exceso de ahorro entre los hogares combina su destino estimado por clase de activos (analizado anteriormente) con información procedente de encuestas sobre la composición de las carteras de los hogares de acuerdo con su riqueza neta<sup>14</sup>. La distribución implícita del ahorro extraordinario muestra una concentración cada vez mayor en los hogares con un nivel de riqueza relativamente alto, especialmente en Estados Unidos (gráfico B). La proporción de exceso de ahorro acumulado por los hogares situados en el decil superior de la distribución aumentó desde menos de la mitad en el primer trimestre de 2020 en las dos economías hasta casi dos tercios en la zona del euro y más de tres cuartas partes en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2022. En cualquier caso, la proporción relativamente más elevada de exceso de ahorro de los hogares con un nivel de riqueza bajo en la zona del euro no implica un impulso al consumo mayor que en el país americano. La explicación es que, en la zona del euro, el ahorro extraordinario se destinó, en su mayor parte, a activos relativamente ilíquidos, como inmuebles, y a la amortización de préstamos, que representan una proporción importante de las carteras de los hogares situados en la parte inferior de la distribución.

<sup>14</sup> Para la zona del euro, la distribución del exceso de ahorro entre los hogares se estima utilizando las cuentas distributivas de la riqueza (*Distributional Wealth Accounts*) experimentales del BCE, que combinan la evolución trimestral de las tenencias de activos en términos agregados con «instantáneas» de las tenencias de activos de los hogares obtenidas de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS). Para Estados Unidos, se estima empleando las cuentas financieras distributivas (*Distributional Financial Accounts*, DFA) de la Reserva Federal, que siguen una metodología similar para las tenencias de activos agregadas y las tenencias de activos de los hogares en la encuesta financiera de las familias estadounidense (*Survey of Consumer Finances*, SCF). Los últimos datos disponibles correspondientes a la HFCS y a la SCF se refieren a 2017 y a 2019, respectivamente.

## Gráfico B

### Distribución del exceso de ahorro acumulado, por grupos de hogares

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuentes: Eurostat, BCE (incluidas las *Distributional Wealth Accounts* experimentales), Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Reserva Federal (incluidas las *Distributional Financial Accounts*) y cálculos del BCE.

Notas: El modelo presenta tres grupos de hogares, correspondientes a los situados en la mitad inferior, en el 40 % siguiente y en el decil superior de la distribución del exceso de ahorro. La distribución del exceso de ahorro entre los hogares se obtiene multiplicando el porcentaje de activos de la cartera de cada grupo de hogares (cuentas distributivas) por el exceso de ahorro estimado para cada clase de activos.

**Se utiliza un modelo de agentes heterogéneos para vincular la distribución estimada del exceso de ahorro entre distintos tipos de activos y hogares con su impulso al consumo, teniendo en cuenta los efectos de equilibrio parcial y general.** El modelo refleja tres grupos de hogares, correspondientes a los situados en la mitad inferior, en el 40 % siguiente y en el decil superior de la distribución del exceso de ahorro. En un contexto de equilibrio parcial, cada grupo decide qué porcentaje del exceso de ahorro va a destinar al consumo o al ahorro en cada período según su propensión marginal al consumo (PMC), que se supone que depende de los activos que componen su exceso de ahorro. En un contexto de equilibrio general, las decisiones de consumo reflejan otros dos mecanismos. En primer lugar, el ahorro gastado por algunos hogares pasa a ser la renta que financia el consumo de otros hogares. Como resultado, el impulso al consumo de ese exceso de ahorro se prolonga y desaparece lentamente, a medida que ese ahorro se va canalizando poco a poco hacia los hogares con rentas altas y un nivel de riqueza elevado, que tienen una menor PMC. En segundo lugar, los hogares anticipan la expansión futura de la demanda agregada y suavizan su consumo ante la perturbación, siendo el efecto moderador implícito proporcional a la PMC de cada grupo de hogares<sup>15</sup>. Esto incentiva la acumulación de ahorro y limita la redistribución de la renta, acelerando así la canalización del exceso de ahorro hacia hogares con rentas y riqueza más altas y moderando el impulso al consumo<sup>16</sup>. En ambos escenarios, el banco central no reacciona al incremento de la demanda y mantiene fijo el tipo de interés. En conjunto, el posible impulso al consumo implícito en el

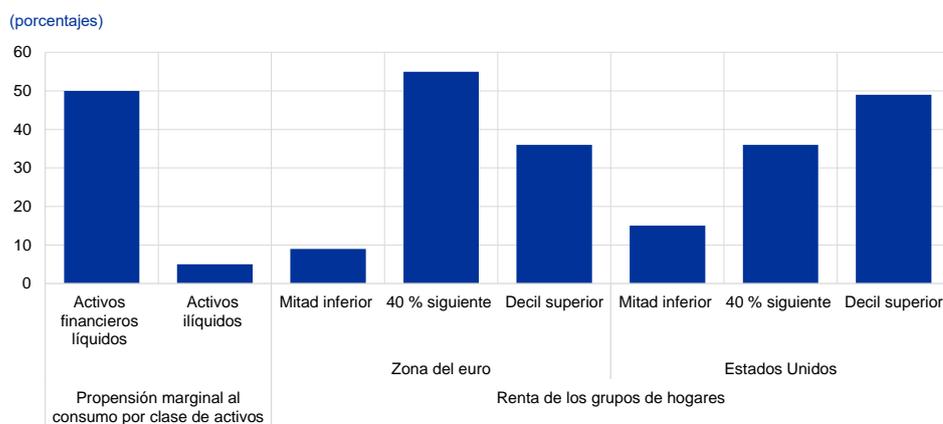
<sup>15</sup> En el modelo, la suma del consumo para cada grupo de hogares es igual a la demanda agregada y a la renta agregada.

<sup>16</sup> En un contexto de equilibrio general, el modelo presentado en este recuadro refleja la hipótesis de «expectativas racionales» descrita en *Auclert et al., op. cit.* En este caso, los hogares anticipan variaciones futuras de la renta agregada.

modelo generado por el uso del exceso de ahorro depende de la calibración de dos conjuntos de parámetros: i) la PMC para cada clase de activos y ii) el porcentaje de la renta total de cada grupo de hogares (gráfico C). La PMC se fija en el 50 % para los activos financieros líquidos y en el 5 % para los activos ilíquidos<sup>17</sup>. El porcentaje de renta se calibra en el 9 %, el 55 % y el 36 % en la zona del euro, y en el 15 %, el 36 % y el 49 % en Estados Unidos, para la mitad inferior, el 40 % siguiente y el decil superior de la distribución del exceso de ahorro, respectivamente.

### Gráfico C

#### Propensión marginal al consumo por clase de activos y renta de los grupos de hogares



Fuentes: Household Finance and Consumption Survey de 2017, Survey of Consumer Finances de 2019, Slacalek et al., op. cit., y cálculos del BCE.

Nota: Los activos financieros líquidos se refieren a efectivo y depósitos, los activos ilíquidos incluyen los activos no financieros y otros activos financieros, así como los préstamos a hogares (signo cambiado).

#### El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia se ha reducido en las dos economías y en la zona del euro ha sido menor que en Estados Unidos.

En un contexto de equilibrio parcial, el modelo se basa en el supuesto de que las decisiones de los hogares no tienen en cuenta la redistribución de la renta y la respuesta de los tipos de interés, de modo que el impulso al consumo solo viene determinado por la PMC de cada grupo de hogares. El impulso se calcula como la media ponderada de las PMC de los activos específicos, y las ponderaciones se determinan por las carteras de los grupos concretos en cada período. En este escenario, el impulso al consumo se redujo notablemente desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2021 en las dos economías y, en consonancia con la dinámica moderada del consumo, en la zona del euro ha continuado siendo relativamente débil en los tres últimos años en comparación con Estados Unidos (gráfico D)<sup>18</sup>. En un contexto de equilibrio general, las simulaciones

<sup>17</sup> Con respecto a la PMC, evidencia empírica reciente muestra que: i) la PMC media suele tener valores elevados y ii) el porcentaje de tenencias de activos líquidos en las carteras de los hogares es un importante factor determinante de la considerable heterogeneidad transversal de la PMC. Los valores específicos utilizados en este recuadro se han obtenido de J. Slacalek, O. Tristani y G. Violante, «Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area», *Journal of Economic Dynamics and Controls*, vol. 115, n.º 103879, junio de 2020. En cuanto al porcentaje de renta, los valores de este recuadro se calibran en función de la HFCS de 2017 para la zona del euro (distribución completa) y la SCF de 2019 para Estados Unidos (medianas).

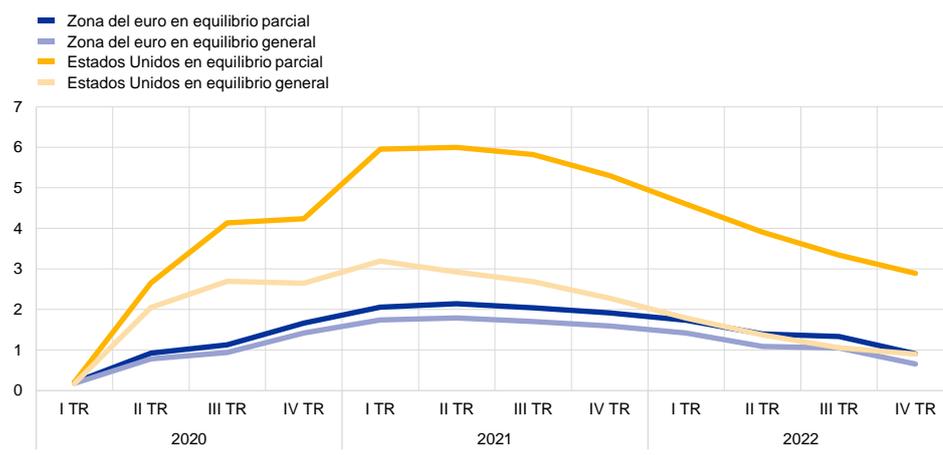
<sup>18</sup> Véanse el discurso de Philip Lane titulado «Inflation and monetary policy», que pronunció el 8 de mayo de 2023, y el recuadro titulado «Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 8, BCE, enero de 2023.

del modelo apuntan a que la suavización del consumo tiene un impacto moderador más acusado en Estados Unidos, reflejo de que su PMC media es mayor que la de la zona del euro. En este escenario, el impulso al consumo fue moderado en las dos economías al final de 2022.

## Gráfico D

### El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Las simulaciones se basan en Auclert et al., op. cit.

**Otras consideraciones refuerzan los resultados implícitos en el modelo, en el sentido de que sigue habiendo un margen moderado de estímulo adicional al consumo privado derivado del exceso de ahorro, especialmente en la zona del euro.** En primer lugar, el origen diferente del exceso de ahorro contribuye a explicar el menor impulso al consumo en la zona del euro que en Estados Unidos. En la zona del euro, este ahorro extraordinario se generó, sobre todo, por las restricciones a la movilidad que limitaron el consumo, en particular en los servicios que requieren un alto grado de interacción social, en los que, por lo general, los hogares ricos (con una baja PMC) invierten una proporción mayor de su renta. En Estados Unidos, el exceso de ahorro procedió principalmente de los importantes paquetes de estímulo que apoyaron las rentas, en particular las de los hogares de la parte inferior de la distribución de la riqueza (con una alta PMC)<sup>19</sup>. En segundo lugar, la evolución reciente de los precios avala la opinión de que subsiste un ligero impulso al consumo derivado del exceso de ahorro en ambas economías. De hecho, la subida de los precios de consumo y la bajada de los precios de los activos en los últimos trimestres, amplificadas por el actual endurecimiento de la política monetaria y el deterioro de las condiciones de financiación, reducen aún más el impulso al consumo restante.

<sup>19</sup> El Gobierno de Estados Unidos pagó una cantidad determinada a los ciudadanos con rentas inferiores a 75.000 dólares estadounidenses. Esto implica que los ciudadanos con rentas bajas se beneficiaron más en proporción a su renta. Véase, por ejemplo, la descripción de los conceptos «Unemployment Compensation» (compensación por desempleo) y «Economic Impact Payments» (pagos por impacto económico) que facilitó el Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

## 2 *Earnings calls*: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas

Malin Andersson, Pedro Neves y Carolina Nunes

### Los *earnings calls* (presentaciones de resultados) pueden proporcionar información útil y oportuna sobre la confianza empresarial. Son

teleconferencias entre el consejo de administración de una empresa cotizada, los inversores, los analistas y los medios de comunicación en las que se analizan los resultados financieros de la empresa. Estas presentaciones suelen ser trimestrales<sup>1</sup>. NL Analytics ha automatizado la recuperación de información de transcripciones de *earnings calls* en inglés<sup>2</sup>. Este recuadro se centra en las empresas de la zona del euro de los principales sectores no financieros y se basa en búsquedas textuales de coincidencias con varios sinónimos. El objetivo es extraer índices trimestrales de confianza (o sentimiento) y de riesgo, que son particularmente oportunos, dado que la base de datos se actualiza cada dos semanas para el trimestre en curso.

**El análisis textual contribuye a obtener indicadores de las percepciones de las empresas.** El índice de confianza refleja el número de frases, respecto al total de un *earnings call*, que contienen una palabra específica que coincide con un tema determinado, y se expresa en términos netos, es decir, buenas noticias frente a malas noticias. El índice de riesgo muestra el número de veces que se menciona un tema en una frase conjuntamente con palabras clave, como «riesgo» e «incertidumbre»<sup>3</sup>. El elevado volumen de transcripciones, junto con las búsquedas textuales, genera un conjunto de datos de alta frecuencia a nivel de empresa de los índices de confianza y de riesgo. Para este recuadro se ha calculado la media y esta información se ha convertido en datos trimestrales estructurados del período comprendido entre el primer trimestre de 2002 y el primero de 2023. Los índices respectivos se validan en el sentido de que han evolucionado en línea con el ciclo económico en las dos últimas décadas y están correlacionados con los indicadores estándar de las variables correspondientes. También es posible recuperar citas de los *earnings calls* que capturan la narrativa dominante asociada a un movimiento particular y significativo de los índices.

**En la zona del euro, el índice de confianza de los beneficios empresariales continuó mejorando y superó las medias históricas en el segundo trimestre de 2023.** En las dos últimas décadas se ha observado una fuerte correlación entre el

<sup>1</sup> Sin embargo, en algunos casos, se celebran una vez cada seis meses o al año. La fecha exacta varía en función del trimestre.

<sup>2</sup> La base de datos de NL Analytics contiene las transcripciones de *earnings calls* de unas 14.000 empresas cotizadas de 82 países, la mayoría con sede en Estados Unidos, Reino Unido y otros países de habla inglesa. En promedio, 600 empresas de la zona del euro presentan resultados cada trimestre. El número de observaciones por trimestre en los primeros años de la muestra, que se remonta a 2002, era aproximadamente una cuarta parte de las que hay ahora.

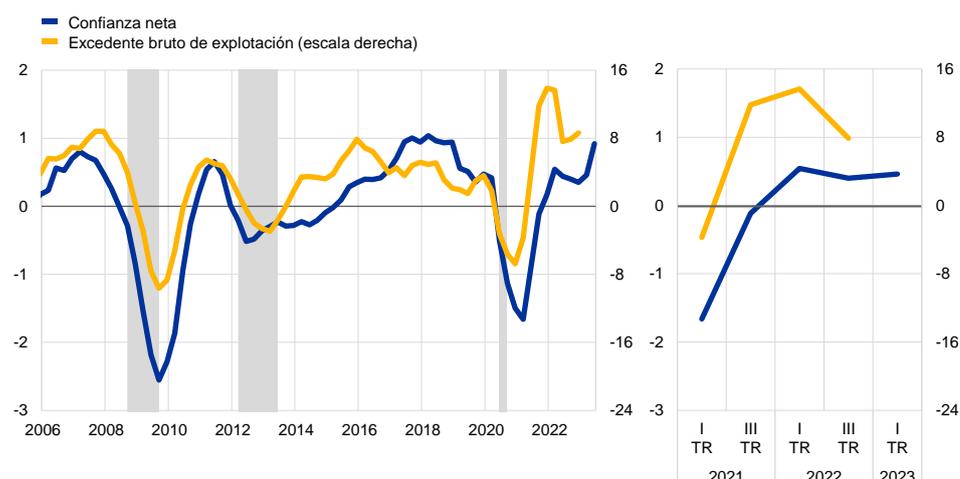
<sup>3</sup> Para consultar otro ejemplo de índice de riesgo calculado utilizando el análisis textual de las transcripciones de *earnings calls*, véase T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler y A. Tahoun, «Sources and Transmission of Country Risk», *NBER Working Paper*, n.º 29526, noviembre de 2021.

índice de confianza de los beneficios derivado de los *earnings calls* y los datos de las cuentas sectoriales sobre el excedente bruto de explotación del sector de sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro (panel izquierdo del gráfico A). Respecto del índice de confianza de los beneficios, el coeficiente de correlación anticipa hasta cuatro trimestres los aumentos del excedente bruto de explotación y alcanza un máximo de alrededor de 0,6. El índice presenta un claro patrón vinculado al ciclo, con caídas durante la crisis financiera mundial, la crisis de deuda soberana y la pandemia de COVID-19, lo que resulta compatible con el carácter cíclico de los beneficios. Tras una intensa recuperación en 2021, la confianza neta se estabilizó en cierta medida en 2022 y volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2023. La tasa de crecimiento del excedente bruto de explotación del sector de SNF disminuyó ligeramente —aunque mantuvo su vigor— en la segunda mitad de 2022, debido al endurecimiento de las condiciones de financiación y al debilitamiento de la demanda (panel derecho del gráfico A). Esta evolución está en línea con los datos de mercado y las encuestas sobre beneficios, lo que sugiere que el crecimiento de estos se ralentizó durante 2022, pero permaneció por encima de sus medias históricas. El excedente bruto de explotación de las SNF de la zona del euro ha superado el nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019 y ahora crece a un ritmo superior a la tendencia observada antes de la pandemia, lo que indica que, desde esta perspectiva, no hay recorrido para un proceso de recuperación (gráfico B). El fuerte crecimiento de los beneficios desde principios de 2021 podría haber estado impulsado por la persistencia de la demanda embalsada después de la pandemia, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y la sustituibilidad imperfecta de los factores de producción.

### Gráfico A

#### Confianza de los beneficios y excedente bruto de explotación de las SNF en la zona del euro

(z-score; tasas de variación interanual)



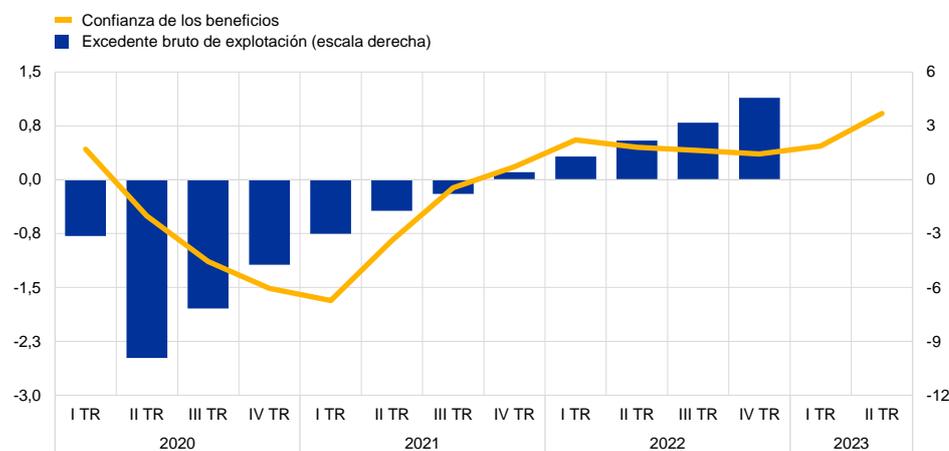
Fuentes: NL Analytics, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La confianza neta refleja la frecuencia con la que se repiten sinónimos de beneficios (ganancias, ingresos, etc.) en los *earnings calls* de las empresas. El z-score se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Los periodos de recesión aparecen señalados en gris. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al cuarto trimestre de 2022 para el excedente bruto de explotación.

## Gráfico B

### Confianza de los beneficios y excedente bruto de explotación de las SNC sin tendencia en la zona del euro

(z-score; tasas de crecimiento acumulado sin tendencia)



Fuentes: NL Analytics, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de crecimiento acumulado sin tendencia del excedente bruto de explotación se calcularon acumulando las diferencias entre la serie real y su tendencia previa a la pandemia (2002-2019) y dividiéndolas después por la tendencia prepandemia acumulada. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al cuarto trimestre de 2022 para el excedente bruto de explotación.

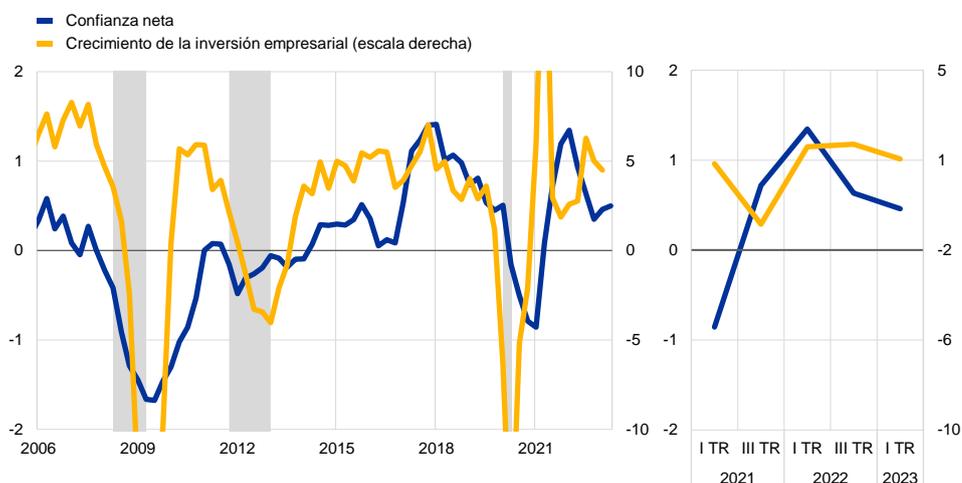
### La confianza de la inversión empresarial siguió mejorando ligeramente en el segundo trimestre de 2023.

En las dos últimas décadas, la confianza de la inversión en términos netos y la tasa de crecimiento de la inversión empresarial (excluido el componente volátil de inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda y Países Bajos) han mostrado una buena correlación (panel izquierdo del gráfico C). La correlación registra un máximo cuando el índice de confianza anticipa en dos trimestres al crecimiento de la inversión, con un coeficiente de correlación de 0,5. En 2021 y a principios de 2022, la confianza de la inversión continuó mejorando y superó su media histórica, junto con sólidas tasas de crecimiento intertrimestral de la inversión empresarial, gracias a la reapertura de la economía (panel derecho del gráfico C). Posteriormente en 2022 se deterioró en cierta medida, como consecuencia del debilitamiento de la demanda, los altos costes energéticos y la elevada incertidumbre. En el segundo trimestre de 2023 volvió a aumentar por encima de su media de largo plazo, en consonancia con la mejora de las condiciones de oferta y la disminución de los costes de la energía.

## Gráfico C

### Confianza de la inversión en la zona del euro

(z-score, escala derecha del panel izquierdo: tasas de variación interanual; escala derecha del panel derecho: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: NL Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La confianza de la inversión en términos netos refleja la frecuencia con la que se repiten la palabra «inversión» o sinónimos (inversión, inversión en capital, planes de inversión, etc.) en los *earnings calls* de las empresas. El z-score se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Los períodos de recesión aparecen señalados en gris. El crecimiento de la inversión empresarial excluye la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda y Países Bajos. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al primer trimestre de 2023 para la inversión empresarial.

**Si se analizan los sectores individuales, en lo que llevamos de 2023 la mayor confianza de los beneficios se ha observado en los servicios, mientras que la mayor confianza de la inversión ha correspondido al sector manufacturero.**

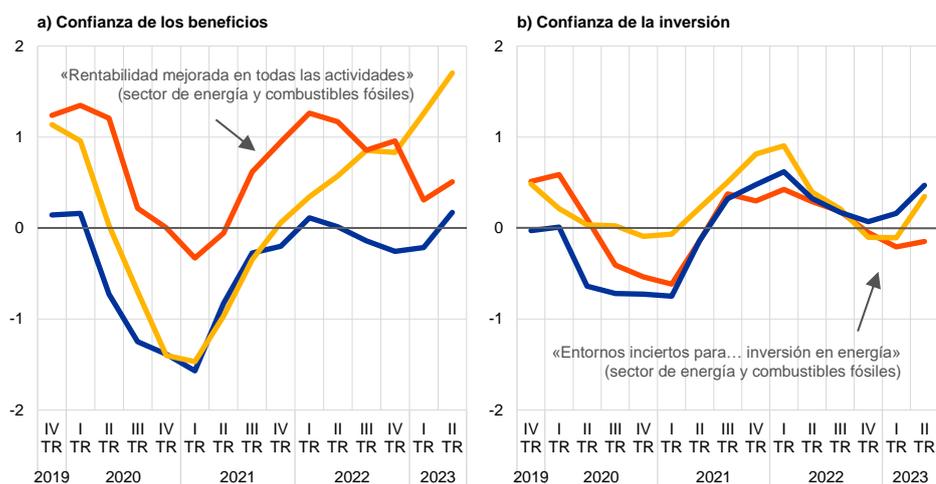
Durante la pandemia, la confianza de los beneficios se deterioró más en los servicios que en las manufacturas. Sin embargo, en la fase de recuperación posterior a la pandemia y de nuevo en la primera mitad de 2023, mejoró en mayor medida en los servicios que en el sector manufacturero (panel a del gráfico D). Esta evolución también es acorde con otros indicadores de confianza, como el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). No obstante, la confianza de la inversión ha empeorado notablemente desde principios de 2022 en los distintos sectores, aunque en los meses transcurridos de 2023 parece haber sido algo mejor en las manufacturas que en los servicios. En el sector de energía y suministros básicos, la confianza de los beneficios ha sido mayor que en los demás sectores en los tres últimos años, pero recientemente ha caído, debido a la evolución de los precios energéticos. La confianza de la inversión ha sido relativamente débil en esta rama de actividad, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre que rodea a la inversión en energía, y también en el contexto de la transición verde, como manifestó una empresa del sector (panel b del gráfico D).

## Gráfico D

### Confianza de los beneficios y de la inversión en la zona del euro en sectores seleccionados

(z-score)

- Manufacturas
- Total servicios
- Energía y suministros básicos



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Las series no reflejan la media de las series totales porque algunas empresas no están incluidas en las clasificaciones sectoriales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio).

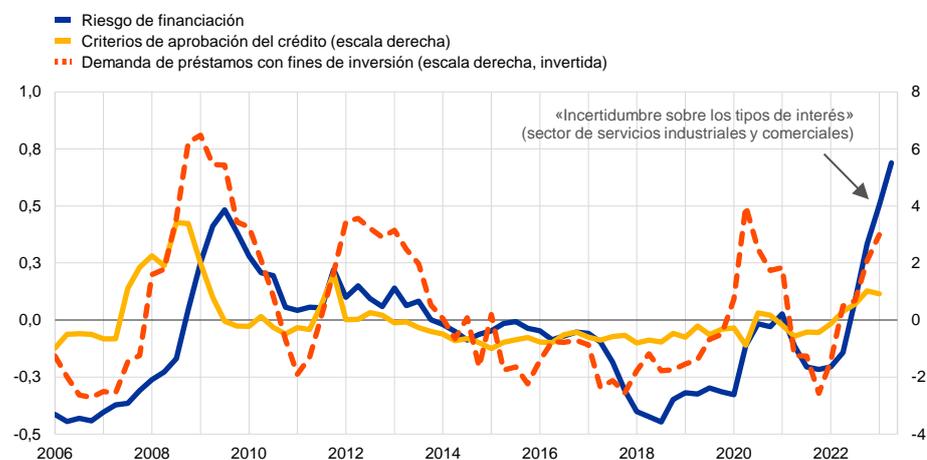
### En la actualidad, las empresas consideran que las condiciones de financiación constituyen un riesgo significativo.

Para este recuadro se ha elaborado también un indicador de riesgo de financiación buscando palabras clave, como «tipo de interés», «condiciones de financiación» y «costes de financiación», junto con «incertidumbre» y «riesgo». Durante la crisis financiera mundial, la percepción era que las condiciones de financiación presentaban un riesgo elevado, lo que es acorde con el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la disminución de los préstamos concedidos con fines de inversión, como puso de relieve la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (gráfico E). Las empresas de la muestra también parecen haber percibido que las condiciones de financiación planteaban un riesgo elevado durante la crisis de la deuda soberana. En la fase de recuperación de 2015 a 2019, las percepciones de riesgo sobre dichas condiciones se redujeron en general hasta niveles observados antes de la crisis financiera mundial. En lo que llevamos de 2023, tras un pequeño repunte durante la pandemia, las empresas han considerado que las condiciones de financiación representan un riesgo alto y creciente —habida cuenta de las rápidas subidas de los tipos de interés y de las recientes tensiones en los mercados financieros—, y los valores de los últimos trimestres han alcanzado niveles no observados desde la crisis financiera mundial. Aunque los indicadores no son directamente comparables, dado que el indicador de riesgo financiero es más amplio, existe cierta correlación con los criterios de aprobación del crédito. Según la encuesta sobre préstamos bancarios, la percepción de un mayor riesgo de financiación también está coincidiendo con la disminución de la demanda de préstamos con fines de inversión.

## Gráfico E

### Riesgo de financiación, criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos con fines de inversión en capital fijo en la zona del euro

(z-score, saldos netos)



Fuentes: NL Analytics, encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y cálculos del BCE.

Notas: La búsqueda textual para el indicador de riesgo de financiación incluye palabras clave como «tipos de interés», «condiciones de financiación» y «costes de financiación». Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre para los criterios de aprobación del crédito y la demanda de préstamos, y al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para el riesgo de financiación.

### 3 Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro

Elke Hahn

**Los beneficios son un componente integrante de los precios de producción, al igual que los costes de producción, como los salarios o el coste de los insumos intermedios.** Las empresas determinan los beneficios deseados fijando los precios en un cierto nivel por encima de sus costes con el fin de conseguir una remuneración de su capital. Las dinámicas de los beneficios y de los salarios, captadas a través del deflactor del PIB, son determinantes importantes de la inflación subyacente, como muestra la fuerte correlación entre el deflactor del PIB e indicadores de la inflación subyacente tales como el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), excluidos la energía y los alimentos, o el IAPC sin energía (gráfico A)<sup>1</sup>. En este recuadro se analiza el impacto que han tenido los beneficios en la inflación de origen interno sobre la base de los beneficios unitarios obtenidos de las cuentas nacionales<sup>2,3</sup>. También se examina cómo los indicadores de beneficios extraídos de las cuentas de los sectores institucionales, que se aproximan más a los beneficios empresariales, han contribuido a la inflación interna y cómo encajan las señales actuales procedentes de los beneficios unitarios basados en las cuentas nacionales con las señales provenientes de los *mark-ups* y los indicadores de márgenes extraídos de las cuentas de las empresas.

---

<sup>1</sup> Esto es aplicable a pesar de las diferencias conceptuales entre los dos tipos de indicador. Existen diferencias conceptuales en cuanto a la cobertura de las presiones inflacionistas, por ejemplo, dado que el deflactor del PIB abarca solo los componentes de valor añadido, mientras que los indicadores de la inflación subyacente incluyen todos los componentes del precio de producción. Del mismo modo, el deflactor del PIB capta las presiones de precios en la economía interna, mientras que indicadores como el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, reflejan la evolución de los precios en los sectores de bienes de consumo en cuestión, independientemente de si esos bienes o servicios se producen internamente o se importan.

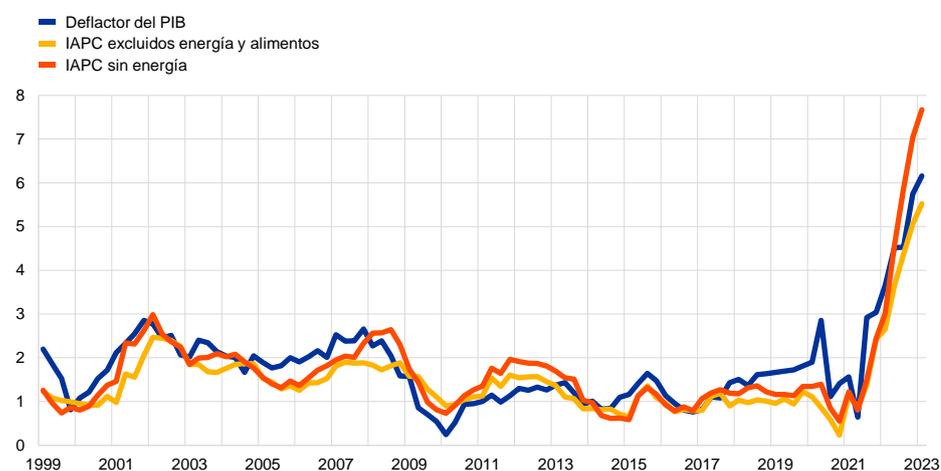
<sup>2</sup> Cabe señalar que los beneficios unitarios y los beneficios empresariales son conceptualmente distintos, como se explica más adelante en este recuadro.

<sup>3</sup> Véase también Ó. Arce, E. Hahn y G. Koester, «[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo de 2023.

## Gráfico A

### Presiones inflacionistas internas y selección de indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de beneficios difieren en cuanto a su alcance y objetivos.** En las cuentas nacionales, el papel de los beneficios en las presiones inflacionistas internas se analiza utilizando los beneficios unitarios, que se definen como el excedente bruto de explotación (EBE) y la renta mixta por unidad de PIB real. Las estimaciones del BCE permiten calcular este indicador también para el sector de sociedades no financieras (SNF). Otro indicador de beneficios disponible en las cuentas nacionales para el análisis de la inflación es el denominado indicador de márgenes, que se calcula como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y los costes laborales unitarios. Con él se evalúa en qué medida la evolución de los beneficios ha reforzado o amortiguado la contribución de los costes laborales unitarios a la evolución de las presiones inflacionistas internas. Dos indicadores de beneficios que pueden extraerse de las cuentas de las empresas son el *mark-up* y el margen de beneficios. El *mark-up* se define como la ratio entre los precios y los costes marginales. Estos últimos suelen aproximarse, en la práctica, por los costes medios. Este indicador puede utilizarse para analizar las estrategias de fijación de precios de las empresas. Un indicador de los márgenes que se utiliza habitualmente y se obtiene de las cuentas de resultados de las empresas en el contexto del método del coste de ventas es el margen bruto de explotación. Este se calcula como los beneficios brutos divididos por la cifra de negocios, donde los beneficios brutos son la cifra de negocios menos los costes operativos (es decir, menos el coste de los materiales y la mano de obra, entre otras partidas).

**Los beneficios unitarios pueden verse afectados por la evolución de los consumos intermedios.** El PIB se basa en el concepto de valor añadido. Incluye las contribuciones realizadas por los beneficios (definidos como EBE y renta mixta) y la remuneración de los asalariados, así como los impuestos (netos de subvenciones) sobre la producción, pero, a diferencia de la producción bruta, no

incluye los consumos intermedios (como el consumo de energía o materiales)<sup>4</sup>. Sin embargo, dado que los consumos intermedios ya se deducen en su totalidad del PIB, la evolución de los beneficios puede ofrecer indicaciones de en qué medida una variación de los costes de los consumos intermedios se refleja en el precio de producción. Dejando de lado otros efectos sobre los beneficios unitarios, una situación en la que se producen grandes aumentos de los costes de los consumos intermedios (como se ha observado en los dos últimos años) acompañados también de una evolución más débil de los beneficios unitarios sería indicativa de que los beneficios han amortiguado (en su totalidad o en parte) el incremento de los costes de forma que no se traslade (al menos íntegramente) al precio de producción. En cambio, si la evolución de los beneficios unitarios permanece prácticamente sin variación o incluso se fortalece en dicha situación, ello sugiere que el precio de producción se ha incrementado por el mismo importe que el aumento de costes, o incluso más.

**Las presiones inflacionistas internas, medidas por el deflactor del PIB, han repuntado con fuerza desde mediados de 2021, con contribuciones significativas de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios.**

En el primer trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB de la zona del euro alcanzó un máximo histórico del 6,2 %, frente al 5,7 % del trimestre anterior, tras haberse situado en un mínimo del 0,6 % en el segundo trimestre de 2021 (gráfico B). Su tasa media entre 1999 y 2019 (es decir, en el período previo a la crisis del coronavirus —COVID-19—) fue del 1,6 %. Como muestra el gráfico B, tanto los costes laborales unitarios como los beneficios unitarios han contribuido al aumento del deflactor del PIB en el último año y medio. La contribución de los beneficios unitarios ha sido especialmente importante en los tres últimos trimestres, ya que representaron aproximadamente el 60 % del crecimiento total del deflactor del PIB (un valor mayor que la participación del 42 % que tienen el EBE y la renta mixta en el PIB nominal)<sup>5</sup>. La contribución de las subvenciones al deflactor del PIB fue singularmente elevada durante la crisis del COVID-19 como consecuencia del apoyo público relacionado con los programas de mantenimiento del empleo, pero más recientemente también se ha observado una contribución inusualmente alta debido al apoyo público proporcionado durante la crisis energética.

---

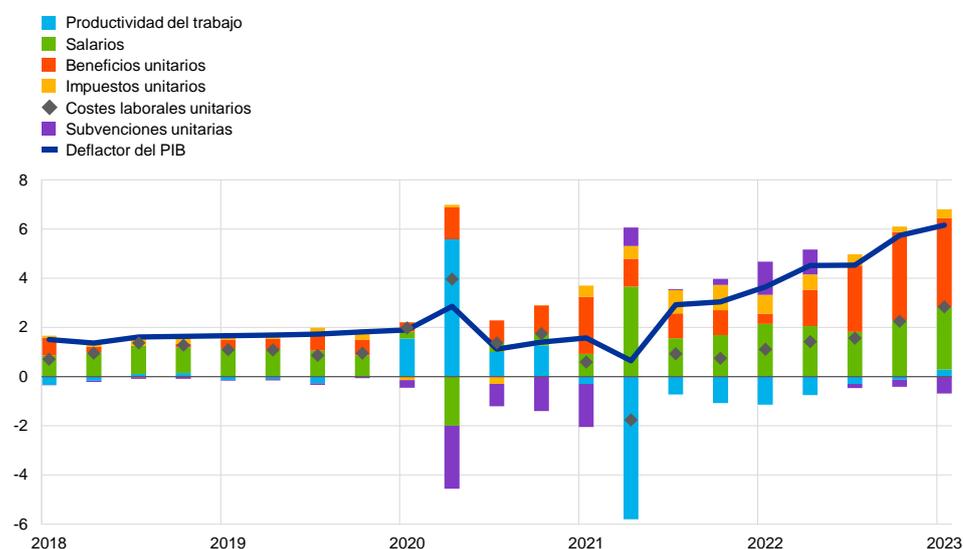
<sup>4</sup> En las estadísticas de las tablas *input-output* hay disponible una medida de la producción bruta. Sin embargo, el hecho de que estos datos no se publiquen con prontitud limita su aplicación en el análisis de políticas económicas.

<sup>5</sup> A diferencia del gráfico B, el gráfico 1 en Arce *et al.*, *op. cit.* ofrece un desglose del deflactor del PIB que incluye una corrección de la renta de los trabajadores autónomos. Cabe señalar que las diferencias entre los dos gráficos en lo que se refiere a la contribución de los beneficios unitarios son pequeñas.

## Gráfico B

### Deflactor del PIB y contribuciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### El EBE y la renta mixta que se utilizan en el indicador de beneficios unitarios reflejan un concepto amplio de beneficios.

El EBE abarca todos los sectores institucionales, mientras que la renta mixta corresponde al sector hogares (que también incluye a las empresas sin personalidad jurídica). La renta mixta puede interpretarse como los beneficios de los trabajadores autónomos o de las empresas sin personalidad jurídica después de deducir los distintos costes en que hayan incurrido. Sin embargo, estos beneficios siguen incluyendo la remuneración del factor trabajo de los autónomos. Una forma habitual de corregir por las rentas del trabajo que se incluyen en la renta mixta es asumir que los trabajadores autónomos ganan el mismo salario medio que los trabajadores por cuenta ajena y sustraer estas rentas laborales imputadas del componente de EBE y renta mixta<sup>6</sup>. El EBE y la renta mixta también incluyen los ingresos procedentes de servicios de vivienda (es decir, los alquileres, que afectan a todos los sectores institucionales de la economía, así como los alquileres imputados por la vivienda en propiedad, que solo afectan al sector hogares). Generalmente, no se considera que los ingresos de los autónomos y procedentes de la vivienda formen parte de los beneficios empresariales<sup>7</sup>. Otro elemento del componente de EBE y renta mixta que es importante mencionar en este contexto es el consumo de capital fijo. Este representa la renta de capital obtenida, pero también puede considerarse un coste que afrontan las empresas, ya que es necesario para sustituir el capital depreciado. Por tanto, una mejor aproximación (*proxy*) de los beneficios empresariales es el EBE o el excedente neto de explotación (ENE) de las sociedades no financieras de

<sup>6</sup> Esta corrección por las rentas de los autónomos suele realizarse cuando se calcula la típica contribución de los beneficios al deflactor del PIB de la zona del euro. Véase, por ejemplo, el gráfico 1 en Arce *et al.*, *op. cit.*

<sup>7</sup> Para un análisis detallado reciente, véase J. Haskel, «What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?», discurso pronunciado en el Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25 de mayo de 2023.

las cuentas sectoriales, donde la cifra neta se calcula como el excedente bruto de explotación de las SNF menos el consumo de capital fijo. Un último punto en la determinación de lo que constituyen beneficios se refiere al impacto de las subvenciones (incluidas en el componente de impuestos menos subvenciones del PIB). Dependiendo del destinatario, dichas subvenciones se incluyen en los beneficios o en las rentas del trabajo y se compensan en la descomposición del deflactor del PIB a través del componente de subvenciones. La crisis del COVID-19 y la crisis energética han dado lugar a subvenciones excepcionalmente cuantiosas en los últimos años, ya que el apoyo público a través de programas de mantenimiento del empleo y en relación con la crisis energética se ha facilitado, en parte, en forma de subvenciones. Por tanto, las subvenciones han tenido un impacto visible en los componentes de trabajo y de beneficios en los últimos años<sup>8</sup>. Claramente, dichas subvenciones pagadas a las empresas tienen que diferenciarse, de los beneficios empresariales. Sin embargo, cualquier financiación adicional en forma de subvenciones podría afectar, en principio, a los planes de las empresas para ajustar sus precios.

**Los datos sectoriales sugieren que la evolución del EBE y del ENE de las sociedades no financieras ha sido un importante factor determinante del vigor reciente de los beneficios unitarios totales.** Como se ha señalado, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras están más próximos a los beneficios empresariales que el componente de EBE y renta mixta, que se refiere al conjunto de la economía. El gráfico C presenta la contribución del excedente neto de explotación de las SNF, el consumo de capital fijo de las SNF y otros ingresos a los beneficios unitarios del conjunto de la economía que figuran en el gráfico B. Dicha descomposición muestra que, si bien los tres componentes se han fortalecido en los últimos trimestres, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras han mostrado un mayor dinamismo recientemente que los beneficios unitarios totales y han sido determinantes importantes del repunte de estos últimos<sup>9</sup>. Su contribución al crecimiento cada vez más vigoroso del deflactor del PIB en la segunda mitad de 2022 fue apreciable. Esto muestra que las empresas, en términos agregados, no han amortiguado los aumentos de costes; de hecho, sugiere que sus precios han subido en mayor medida que sus costes, contribuyendo de esta manera al repunte de la inflación interna.

---

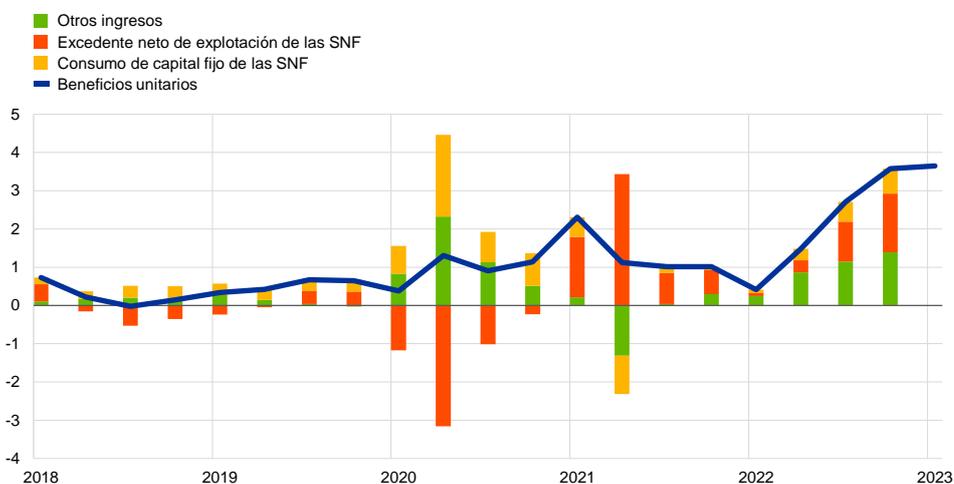
<sup>8</sup> Si bien las subvenciones relacionadas con los programas de mantenimiento del empleo durante la recesión del COVID-19 estuvieron dirigidas principalmente a la estabilización de las rentas del trabajo y se reflejaron directamente en dicho componente de la renta, también tuvieron un impacto visible en el componente de beneficios unitarios, que fue mucho más resistente que en recesiones anteriores. Aunque las empresas suelen tratar de retener a sus empleados en las primeras fases de una recesión a costa de los beneficios unitarios, esta presión a la baja sobre los beneficios unitarios parece haber quedado aliviada por el uso mucho más generalizado de los programas de mantenimiento del empleo en el contexto de la recesión provocada por el COVID-19. Véase el recuadro titulado «[El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, marzo de 2021.

<sup>9</sup> Aunque el EBE y el ENE de las sociedades no financieras representan el 54 % y el 28 %, respectivamente, del total de EBE y renta mixta del conjunto de la economía, en la segunda mitad de 2022 explicaron una mayor proporción (de casi el 60 % y de más del 40 %, respectivamente) de la contribución realizada por los beneficios unitarios. Con participaciones en el PIB nominal de aproximadamente el 23 % y el 12 %, respectivamente, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras representaron alrededor del 36 % y del 25 %, respectivamente, del crecimiento total del deflactor del PIB.

## Gráfico C

### Desglose de la contribución de los beneficios unitarios

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para los beneficios unitarios y al cuarto trimestre de 2022 para los componentes.

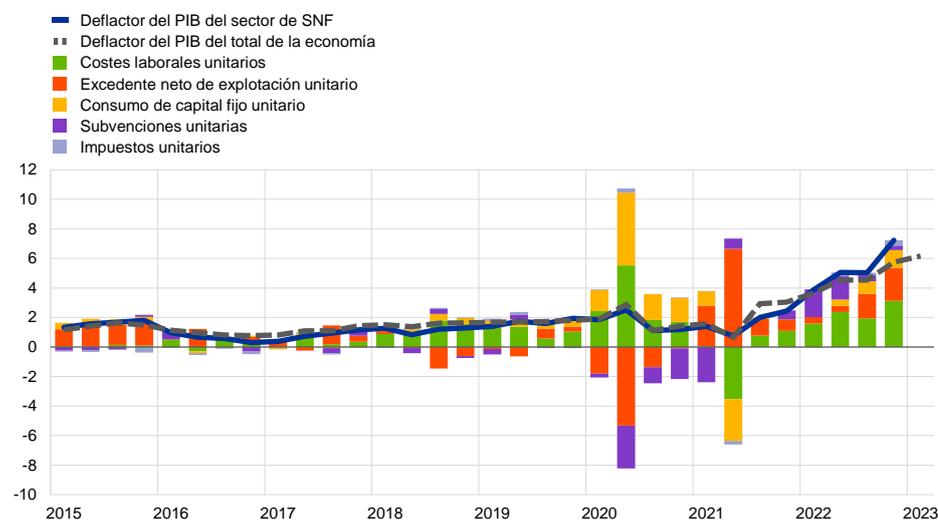
**Las presiones inflacionistas internas en el sector de SNF han superado las observadas en el conjunto de la economía en trimestres recientes, lo que refleja el fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios, así como una contribución desproporcionadamente elevada de los excedentes de explotación unitarios (gráfico D).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB del sector de SNF se elevó al 7,2 % en el cuarto trimestre de 2022, superando así en 1,5 puntos porcentuales las presiones inflacionistas de origen interno en el conjunto de la economía. Esta evolución supone una desviación con respecto a las regularidades históricas, dado que la tasa de crecimiento del deflactor del PIB del sector de SNF normalmente ha sido inferior a la cifra equivalente correspondiente al total de la economía<sup>10</sup>. El vigoroso crecimiento reciente del deflactor del PIB del sector de SNF ha reflejado, en parte, el intenso avance de los costes laborales unitarios de ese sector, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2022 (0,6 puntos porcentuales por encima de la tasa equivalente para el total de la economía). Pese a esta evolución, el EBE y el ENE contribuyeron de forma desproporcionadamente elevada a las presiones inflacionistas internas en el sector de SNF en la segunda mitad de 2022 y explicaron cerca del 50 % de estas presiones en términos brutos y algo más del 30 % en términos netos, claramente por encima de sus participaciones respectivas en el PIB nominal (alrededor del 40 % y del 20 %, respectivamente).

<sup>10</sup> En el período transcurrido entre 2002 y 2021 (es decir, antes de los fuertes aumentos recientes), la tasa de crecimiento media del deflactor del PIB del sector de SNF era del 1,1 %, frente a una tasa del 1,6 % para el conjunto de la economía. Obsérvese que el deflactor del PIB del sector de SNF se basa en estimaciones internas del BCE y solo está disponible a partir de 2002.

## Gráfico D

### Deflactor del PIB del sector de SNF y contribuciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el deflactor del PIB del conjunto de la economía y al cuarto trimestre de 2022 para los demás datos.

### Los determinantes macroeconómicos tradicionales habrían apuntado a una evolución mucho más débil de los beneficios unitarios, lo que indica que su crecimiento reciente se ha debido principalmente a factores menos habituales.

Normalmente, los beneficios unitarios se ven influenciados en particular por el ciclo económico y la relación real de intercambio<sup>11</sup>. Habría cabido esperar que la desaceleración cíclica de la actividad económica hasta el primer trimestre de 2023 y la evolución adversa de la relación real de intercambio en 2022 hubieran frenado la dinámica de los beneficios unitarios. Un primer motivo de la fortaleza inusual de estos beneficios es el hecho de que la demanda ha sido superior a la oferta en muchos sectores, pues la pandemia generó restricciones de oferta generalizadas y, posteriormente, se desarrolló la demanda embalsada. Un segundo motivo es que la dinámica de elevados precios de los insumos (por ejemplo, de la energía) ha hecho que a las empresas les resulte más fácil subir los precios, ya que en dicha situación cuesta más determinar si el alza de los precios se ha debido al incremento de los costes o al aumento de los beneficios unitarios<sup>12</sup>. Asimismo, las expectativas de fuertes subidas adicionales de los precios de los insumos podrían haber inducido a las empresas a adelantar los incrementos de los precios para suavizar las variaciones de precios a lo largo del tiempo<sup>13</sup>. Otra razón posible es el hecho de que el entorno de elevada inflación generado por la perturbación de la relación real de

<sup>11</sup> Véanse el recuadro titulado «La influencia de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, septiembre de 2019, y el recuadro titulado «El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19», *Boletín Económico*, número 2, BCE, marzo de 2021.

<sup>12</sup> Para consultar evidencia de la relación entre la inflación y el crecimiento de los beneficios, véase M. Andler y A. Kovner, «Do corporate profits increase when inflation increases?», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 de julio de 2022.

<sup>13</sup> Véase A. Glover, J. Mustré-del-Río y A. von Ende-Becker, «How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?», *Economic Review*, vol. 108, n.º 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, primer trimestre de 2023.

intercambio ha acarreado una disminución significativa de renta real para la economía interna, y los trabajadores y las empresas posiblemente intentarán recuperar esas pérdidas.

**Recientemente también se ha analizado la influencia de los beneficios (empresariales) sobre la inflación atendiendo a los *mark-ups* estimados y a los márgenes de beneficios calculados a partir de las cuentas de las empresas.**

Aunque otros estudios basados en datos sobre beneficios y beneficios unitarios obtenidos de las cuentas nacionales corroboran las conclusiones de este recuadro<sup>14</sup>, el hecho de que las estimaciones de *mark-ups* y los márgenes empresariales obtenidos a partir de las cuentas de las empresas prácticamente no varíen suele interpretarse como indicativo de que la influencia de los beneficios en la inflación está menos clara<sup>15</sup>. Sin embargo, las comparaciones de los conceptos subyacentes y los ejemplos estilizados de las formas en que estos diferentes indicadores responden a una perturbación de costes de los insumos intermedios muestran que sus movimientos respectivos ofrecen, de hecho, una imagen coherente.

**En una situación caracterizada por elevados aumentos de los costes de los consumos intermedios, el hecho de que los *mark-ups* observados se mantengan prácticamente sin variación es compatible, de hecho, con unas mayores presiones inflacionistas procedentes de los beneficios unitarios.**

La literatura económica ha puesto el foco recientemente en el papel que desempeñan los beneficios en la inflación, centrándose en la cuestión de si es posible obtener información sobre el comportamiento de las empresas a partir de los datos de las cuentas nacionales. En la teoría microeconómica, las empresas suelen caracterizarse por fijar sus precios como un *mark-up* sobre sus costes marginales. En consecuencia, las presiones inflacionistas pueden derivarse tanto de los costes marginales como del *mark-up*. Este último suele utilizarse para evaluar las estrategias de formación de precios de las empresas, que se considera que no cambian si el *mark-up* no varía. En presencia de fuertes incrementos de los costes, el mantenimiento sin variación del *mark-up* implica igualmente elevados aumentos de los beneficios unitarios. Desde la perspectiva de una empresa, puede considerarse que el hecho de que el *mark-up* permanezca estable supone que no cambia la estrategia de formación de precios y, a este respecto, puede interpretarse que el *mark-up* no contribuye activamente a las presiones inflacionistas, dado que los beneficios simplemente están mostrando el mismo intenso dinamismo que los costes totales. Sin embargo, desde una perspectiva de análisis macroeconómico y de la inflación, cualquier alza de un componente de un precio contribuye a la

<sup>14</sup> Véanse, por ejemplo, J. Ragnitz, «Gewinninflation und Inflationsgewinner», ifo Institute, 7 de diciembre de 2022; A. Capolongo, M. Kühn y V. Skovorodov, «Firms' profits: cure or curse?», *ESM Blog*, 12 de mayo de 2023; y Comisión Europea, «Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges», 15 de mayo de 2023.

<sup>15</sup> Véanse, por ejemplo, F. Colonna, R. Torrini y E. Viviano, «The profit share and firm mark-up: how to interpret them?», Occasional Paper n.º 770, Banca d'Italia, mayo de 2023, sobre la cuestión de los *mark-ups*, y C. Schlautmann, «Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt», *Handelsblatt*, 11 de mayo de 2023, sobre los márgenes obtenidos de las cuentas de las empresas.

inflación, independientemente de si se ha producido un cambio en el proceso de fijación de precios subyacente<sup>16</sup>.

**El cuadro A proporciona ejemplos estilizados de la evolución de los *mark-ups* y de los beneficios unitarios en respuesta a una perturbación de costes de los insumos intermedios.** En el cuadro se distingue, sobre la base de una estructura de costes hipotética, entre una situación (caso 1) en la que el *mark-up* sobre los costes totales permanece sin variación tras la perturbación de costes de los insumos intermedios y una situación (caso 2) en la que solo el aumento puro de los costes de los insumos se transmite al precio de producción (y el *mark-up* cambia en consecuencia). En el caso 1, un incremento del 67 % en los costes de los insumos en el período T1 implica un aumento del 33 % en los costes totales. Si se aplica un *mark-up* constante del 20 % sobre los costes totales, los beneficios y los beneficios unitarios de la empresa también se elevan un 33 %, impulsando de este modo la inflación junto con la perturbación de costes de los insumos inicial. En el caso 2, los costes de los insumos y los costes totales se incrementan en la misma cantidad que en el caso 1, pero solo el aumento puro de los costes se traslada al precio, al tiempo que los beneficios no se ajustan en respuesta a la perturbación de costes de los insumos. En esta situación, el precio sube menos que en el caso 1 (28 %), lo que implica una disminución del *mark-up*. Los beneficios y los beneficios unitarios permanecen sin cambios, por lo que no contribuyen a impulsar la inflación. Así pues, estos ejemplos muestran que, en presencia de una perturbación de costes de los insumos, los ascensos de los beneficios unitarios y su contribución a la inflación pueden ser compatibles con un *mark-up* constante y, por tanto, con un proceso de formación de precios que permanece inalterado. También indican que el *mark-up* debe descender si los beneficios unitarios se mantienen sin variación ante una perturbación de costes de los insumos.

---

<sup>16</sup> Colonna *et al.*, *op. cit.* también muestran que las variaciones de la participación de los beneficios en el valor añadido no siempre coinciden con las del *mark-up*, y que, como en el caso de los beneficios unitarios, la participación de los beneficios no puede considerarse un indicador inequívoco de cambios en el proceso de fijación de precios.

## Cuadro A

Ejemplo estilizado de la evolución de los indicadores de beneficios en respuesta a una perturbación de costes de los insumos

Indicadores de las cuentas nacionales	Período inicial (T0)	Caso 1		Caso 2	
		Supuesto de <i>mark-up</i> constante		Supuesto de <i>mark-up</i> no constante	
		T1	Variación porcentual T0 a T1	T1	Variación porcentual T0 a T1
<i>Mark-up</i> sobre costes totales	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Unidades reales (ventas)	100	100	0 %	100	0 %
Costes intermedios	6.000	10.000	67 %	10.000	67 %
Costes laborales	6.000	6.000	0 %	6.000	0 %
Costes totales = costes intermedios + costes laborales	12.000	16.000	33 %	16.000	33 %
Beneficios	2.400	3.200	33 %	2.400	0 %
Producto bruto nominal = costes totales + beneficios	14.400	19.200	33 %	18.400	28 %
Beneficios unitarios = beneficios / unidades reales	24	32	33 %	24	0 %
Precio = producto bruto nominal / unidades reales	144	192	33%	184	28%
Participación de los beneficios = beneficios / (beneficios + costes laborales)	29%	35%	22%	29%	0%
Participación de los beneficios = beneficios / producto bruto nominal	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Fuente: BCE.

Nota: En el caso 1, se asume que el *mark-up* sobre los costes totales se mantiene constante; en el caso 2, el cálculo del *mark-up* se basa en el supuesto de que el precio solo refleja los costes de los insumos adicionales, no los beneficios adicionales.

**Del mismo modo, en una situación caracterizada por fuertes subidas de los costes de los insumos, el mantenimiento de los márgenes brutos de explotación procedentes de las cuentas de las empresas también puede ser compatible con mayores presiones inflacionistas procedentes de los beneficios.** Como se ha señalado, un indicador de los márgenes utilizado comúnmente que puede extraerse de las cuentas de las empresas es el margen

bruto de explotación, que se define como los beneficios brutos divididos por la cifra de negocios. Pese a las diferencias en términos del concepto y las fuentes de datos subyacentes, el margen bruto de explotación puede considerarse, en términos generales, la contrapartida de la participación de los beneficios sobre la producción final (definida dicha participación como la ratio de beneficios sobre el producto bruto nominal) en las cuentas nacionales. Sobre esta base, del cuadro A puede inferirse que el margen bruto de explotación permanece sin variación en el caso 1 (donde el *mark-up* es constante), lo que es compatible con un aumento de los beneficios unitarios y presiones inflacionistas procedentes de los beneficios. En el caso 2 (donde solo el incremento de los costes de los insumos se refleja en el precio y los beneficios unitarios no cambian), el margen bruto de explotación disminuye, ya que los beneficios brutos no varían, mientras que la cifra de negocios crece.

**En conjunto, los beneficios unitarios han crecido con fuerza en los últimos trimestres y han contribuido de forma ostensible a las presiones inflacionistas internas en la zona del euro, pero se espera que amortigüen parte de la**

**traslación de los mayores costes laborales.** El vigoroso crecimiento se ha observado no solo en el indicador amplio de los beneficios unitarios basados en el EBE y la renta mixta, sino también en los indicadores de beneficios con una definición más restringida disponibles en las cuentas nacionales que están relacionados más estrechamente con los beneficios empresariales. En el contexto de las intensas subidas de los costes de los insumos intermedios, este panorama de dinamismo de los beneficios unitarios y de efectos al alza sobre la inflación es compatible con el mantenimiento prácticamente sin variación de los *mark-ups* y de los márgenes brutos de explotación observado en las cuentas de las empresas. De cara al futuro, la liberación de la demanda embalsada durante la pandemia, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y el impacto moderador del endurecimiento de la política monetaria deberían significar que las empresas están sometidas a mayores presiones para absorber el fuerte crecimiento de los salarios y el consiguiente avance de los costes laborales unitarios utilizando los beneficios unitarios.

## 4 La evolución de la participación de los salarios en la renta total en la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár y Tobias Schuler

**La evolución reciente de la actividad económica y el repunte de la inflación han suscitado interrogantes sobre la distribución de la renta entre los factores de producción, en concreto el trabajo y el capital.** La participación de los salarios en la renta total (o porcentaje de los ingresos del factor trabajo en la renta total) es un indicador que puede reflejar algunos de estos aspectos distributivos. Este indicador muestra el porcentaje de la renta nominal interior asignada al factor trabajo, que en este recuadro se calcula como la remuneración total de los asalariados, corregida por el porcentaje de trabajadores por cuenta propia, y dividida por el valor añadido bruto nominal<sup>1</sup>. La participación de los salarios en la renta total presenta una relación muy estrecha con los márgenes<sup>2</sup>. Su evolución obedece tanto a factores estructurales a largo plazo, como los cambios tecnológicos, la globalización, la reasignación sectorial y las características institucionales (incluidos cambios en la regulación de los mercados laborales y de productos y en los marcos de fijación de los salarios [mínimos]), como a determinantes del ciclo económico más a medio plazo, por ejemplo el grado de tensionamiento del mercado de trabajo y el poder de negociación de los trabajadores<sup>3</sup>. La participación de los salarios en la renta total puede ser un importante indicador de la existencia de presiones inflacionistas a través de efectos de segunda ronda en los precios.

**En la zona del euro, la participación de los salarios en la renta total ha disminuido desde que comenzó la guerra de agresión de Rusia contra Ucrania, después de mostrar cierta volatilidad durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico A).** Dicha participación era ligeramente superior al 62 % al final de 2019, próxima a su media de largo plazo. Tras el inicio de la pandemia aumentó de forma acusada hasta situarse por encima del 65 % en el segundo trimestre de 2020. Este aumento reflejó la desvinculación entre el crecimiento del valor añadido y

<sup>1</sup> La corrección del numerador por los trabajadores por cuenta propia asume que ganan el mismo salario medio que los trabajadores por cuenta ajena en sus sectores respectivos. El denominador «valor añadido bruto nominal» es el resultado de la suma de las rentas de los factores productivos situados en la zona del euro (remuneración de los asalariados, excedente bruto de explotación y renta mixta), el consumo de capital fijo (o depreciación) y «otros impuestos menos subvenciones a la producción». Es lo mismo que el «producto interior bruto a precios básicos». La desagregación por sectores de actividad sigue la clasificación NACE e incluye el sector de servicios públicos, integrado por la administración pública, defensa, educación y sanidad. Por definición, la participación de los salarios del sector de Administraciones Públicas es del 100 %. Ello se debe a que los servicios de las Administraciones Públicas no se venden en los mercados, o solo de manera marginal, por lo que no es posible calcular la participación de los salarios de este sector.

<sup>2</sup> Para información más detallada sobre la evolución reciente de los márgenes, véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

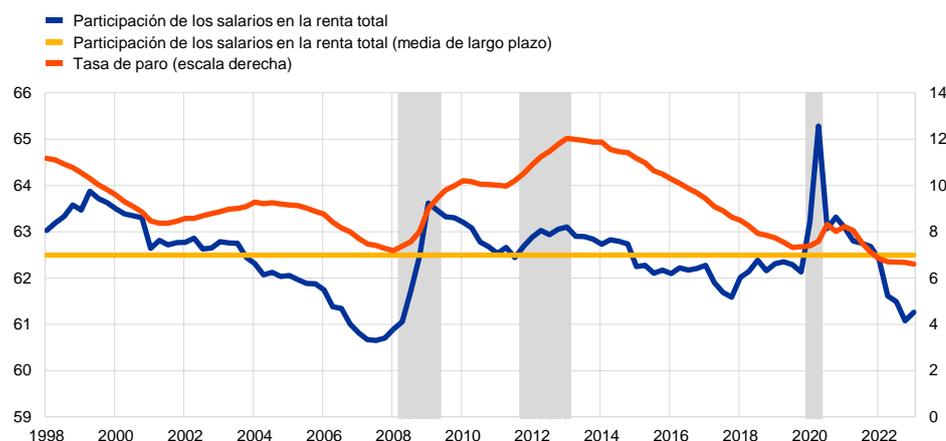
<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, A. Guschanski y Ö. Onaran, «The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD», *Socio-Economic Review*, vol. 20, número 3, julio de 2022, pp. 1091-1124, y A. Velasquez, «Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share», *IMF Working Paper*, n.º 23/32, Fondo Monetario Internacional, febrero de 2023.

el de las remuneraciones como consecuencia del uso generalizado de programas de mantenimiento del empleo. Durante el período de restricciones derivadas de la pandemia, la producción cayó y los trabajadores trabajaron menos horas de lo habitual. Sin embargo, gracias a los programas de mantenimiento del empleo conservaron su trabajo y los Gobiernos o los empleadores les compensaron parcialmente por la pérdida de ingresos laborales. Una parte significativa de estos pagos se registró como ingresos salariales en las cuentas nacionales<sup>4</sup>. En consecuencia, la remuneración total de los asalariados se redujo menos que el valor añadido bruto. A principios de 2022, la mayoría de los programas de mantenimiento del empleo se habían ido retirando a medida que la actividad económica se recuperó, y el porcentaje de los salarios en la renta total había retrocedido hasta un nivel próximo al registrado antes de la pandemia. Posteriormente, este porcentaje siguió descendiendo hasta el final de ese año y en el último trimestre se situaba justo por encima del 61 %. En el primer trimestre de 2023 repuntó ligeramente, pero continuaba siendo inferior a su media de largo plazo y unos 0,9 puntos porcentuales inferior al nivel observado en el cuarto trimestre de 2019.

### Gráfico A

#### Participación de los salarios en la renta total y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: porcentajes del valor añadido bruto nominal; escala derecha: porcentajes de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. La media de largo plazo de la participación de los salarios en la renta total calculada para el período 1998-2023 es del 62,4 %, la misma que la media de largo plazo hasta el final de 2019. Las áreas sombreadas indican episodios de recesión según la cronología de la EABCN. La recesión técnica de principios de año no se muestra en el gráfico, en línea con la valoración del Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN del 27 de marzo de 2023.

**Una regularidad empírica general es que la participación de los salarios en la renta total sigue un patrón contracíclico: aumenta al principio de las recesiones y disminuye cuando comienza la recuperación.** Esto queda ilustrado en el gráfico A, en el que la tasa de paro (que también es contracíclica) puede considerarse una aproximación (*proxy*) del ciclo económico, y en el que también se muestran las recesiones registradas en la zona del euro. El carácter contracíclico de

<sup>4</sup> Véanse el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, el recuadro titulado «Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic» en el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020, y el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

la participación de los salarios se debe a los diferentes retardos en las respuestas de los beneficios y los salarios a perturbaciones económicas. Al inicio de las recesiones, los beneficios suelen ser los que más contribuyen a la caída de la renta y, en consecuencia, la participación de los salarios se incrementa. Cuando comienza la recuperación, los beneficios repuntan con fuerza, lo que da lugar a una reducción de dicha participación<sup>5</sup>. En efecto, durante la crisis financiera de 2008 y la crisis de la zona del euro de 2010-2012, la participación de los salarios en la renta total partió de un nivel bajo en una economía sobrecalentada, luego experimentó un aumento pronunciado en las dos fases recesivas del período anterior a la pandemia, —reflejo de la disminución de los beneficios y de la infrautilización del factor trabajo— y después volvió a moderarse durante la recuperación. También creció al principio de la crisis generada por el COVID-19 y posteriormente, cuando la energía se encareció, pero esos episodios fueron de naturaleza diferente: si bien durante la crisis financiera las principales perturbaciones se produjeron en su mayor parte por el lado de la demanda, lo que redujo los beneficios, en el episodio más reciente la economía se ha visto afectada por varias perturbaciones de oferta. Aunque actualmente el grado de tensionamiento del mercado de trabajo es mayor y el paro es menor que antes y durante la crisis financiera (lo que podría fortalecer el poder de negociación de los trabajadores), el entorno actual ha resultado ser más propicio para que se incrementen los márgenes empresariales.

**El retroceso de la participación de los salarios en la renta total observado desde principios de 2022 ha sido más significativo en la industria y en la construcción, mientras que ha aumentado en el sector de servicios privados que requieren menos interacción social y en el de servicios públicos.**

Con independencia de la volatilidad derivada de la pandemia, la participación de los salarios de estos dos últimos sectores creció hasta alcanzar un nivel aún mayor de lo que habrían sugerido sus tendencias al alza anteriores a la pandemia (gráfico B)<sup>6</sup>. Es probable que esta evolución se deba al fuerte crecimiento reciente de los salarios en ambos sectores. Los sectores de servicios de mercado que precisan menos interacción social prestan servicios fundamentalmente a otras empresas, incluida la industria. La mayor participación de los salarios de estos sectores (antes y después de la pandemia) puede estar relacionada, en parte, con la caída de dicha participación en la industria y reflejar el proceso de externalización de servicios profesionales con retribuciones particularmente elevadas (como los servicios de contabilidad y jurídicos) a empresas más especializadas. Desde la pandemia, la aceleración de la digitalización —con la consiguiente necesidad de contar con más trabajadores altamente cualificados y mejor retribuidos— podría haber dado mayor

<sup>5</sup> Véase «The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession», [World Economic Outlook](#), Fondo Monetario Internacional, abril de 2012, pp. 36-37.

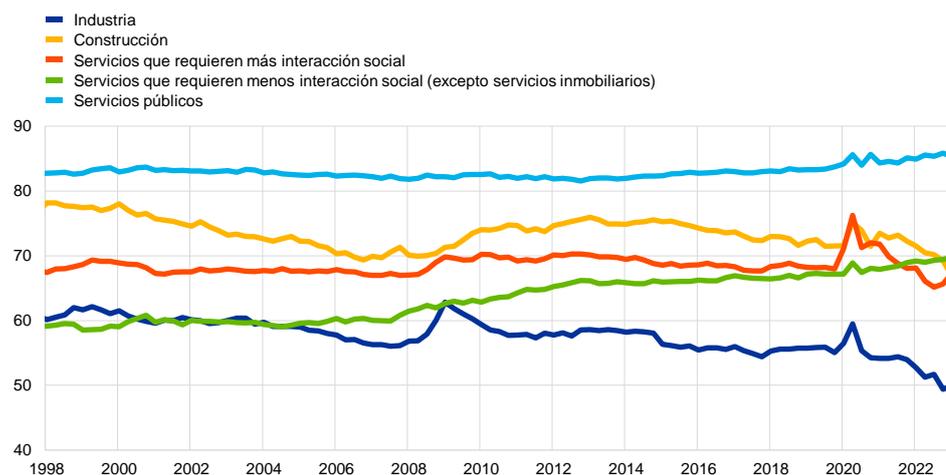
<sup>6</sup> La participación de los salarios en la economía de mercado, es decir, excluidos los servicios públicos, se ha reducido en 1,2 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2019. Entre ese trimestre y el primer trimestre de 2023, la remuneración por asalariado en el sector público y en los sectores que requieren menos interacción social creció un 9,5 % y un 12,4 %, respectivamente, mientras que en el total de la economía aumentó un 11,3 %. El número de empleados también avanzó notablemente en estos grandes sectores, un 4,8 % y un 6,1 %, respectivamente, frente al 3,1 % del total de la economía.

impulso a esta dinámica<sup>7</sup>. La participación de los salarios de los servicios que precisan más interacción social —sobre todo el comercio, el transporte y los servicios de alojamiento— en la renta total se redujo a principios de 2022, aunque las reducciones han revertido recientemente, mientras que en la industria y en la construcción se observa con más claridad un descenso persistente. Es posible que algunas de las caídas registradas últimamente se deban a la escasez de mano de obra tras la pandemia y que los empleadores se vean en la necesidad de ocupar algunas vacantes con trabajadores menos cualificados y peor retribuidos. El aumento del porcentaje de trabajadores inmigrantes (que por lo general ganan menos que los nacionales) en el empleo de la zona del euro, que pasó del 7,9 % en el cuarto trimestre de 2019 al 8,6 % en el mismo trimestre de 2022, puede haber contribuido también al descenso total de la participación de los salarios en la renta total.

### Gráfico B

#### Participación de los salarios de los principales subsectores económicos en la renta total de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. Los servicios que requieren más interacción social incluyen comercio, transporte, servicios de alojamiento y otros servicios. Los servicios que requieren menos interacción social incluyen información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y servicios profesionales y administrativos.

**Los cambios en la actividad económica entre sectores no influyeron en la disminución más reciente de la participación de los salarios en la renta total observada en la zona del euro.** Las variaciones de la participación agregada de los salarios en la renta total pueden tener su origen en cambios sectoriales en los que

<sup>7</sup> Para conocer evidencia empírica de la externalización de servicios, véanse P. Baker, N. Foster-McGregor, K. Koenen, S. M. Leitner, J. Schricker, R. Stehrer, T. Strobel, J. Vermeulen, H. G. Vieweg y A. Yagafarova: «[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)», *wiiw Research Report*, n.º 404, The Vienna Institute for International Economic Studies Research Report 404, julio de 2015; M. Falk y F. Peng: «[The increasing service intensity of European manufacturing](#)», *The Service Industries Journal*, vol. 33(15-16), 2013, pp. 1686-1706, y R. Schettkat y L. Yocarini: «The shift to services employment: A review of the literature», *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 17(2), junio de 2006, pp. 127-147. Para conocer evidencia empírica, en general de diversa índole, sobre los efectos a largo plazo de la digitalización y de la automatización en los salarios y en la participación de los salarios en la renta total, que al parecer se ven influidos en gran medida por la estructura de la economía y por las instituciones de los mercados de trabajo, véase Work stream on digitalisation, «[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 266, BCE, septiembre de 2021.

los sectores con una participación tradicionalmente menor (mayor) de los salarios contribuyen más al valor añadido total. No obstante, un análisis de las variaciones de la participación de los salarios en la renta en función de cambios en la actividad revela que un cambio en la ponderación del valor añadido en los principales sectores hacia aquellos con una participación más baja de los salarios contribuyó solo marginalmente —en -0,1 puntos porcentuales— al descenso de la participación agregada de los salarios en la renta total. Más bien, el descenso se explica principalmente por las disminuciones dentro de los subsectores, que contribuyeron con -0,6 puntos porcentuales al retroceso total de la participación de los salarios en la renta total observado desde el último trimestre de 2019<sup>8</sup>.

**La reducción de los salarios reales de los consumidores refleja la menor participación de los salarios en la renta total y el deterioro de la relación real de intercambio, pero el impacto de la disminución de los salarios reales en los ingresos de los hogares se ha visto mitigado, en parte, por las medidas fiscales de apoyo.** Los salarios reales de los consumidores han descendido desde

que comenzó la guerra en Ucrania, lo que supone que parte de la perturbación reciente que ha afectado a la relación real de intercambio y su efecto en la tasa de variación de los precios de consumo esté siendo absorbida por los trabajadores (gráfico C). En el primer trimestre de 2023, los salarios reales se recuperaron en cierta medida. Aunque la descomposición de los salarios reales en participación de los salarios en la renta total, relación real de intercambio y crecimiento de la productividad es mecánica y no puede tener en cuenta la endogeneidad de estos desarrollos (por ejemplo, entre la participación de los salarios en la renta total y el crecimiento de la productividad), sigue siendo ilustrativa de la confluencia de la evolución de la participación de los salarios en la renta total y del crecimiento de los salarios reales en los últimos trimestres. Por un lado, ello se debe a que las negociaciones salariales se han realizado de manera escalonada, lo que se traduce en un ajuste de los salarios más lento que el de los precios y los beneficios. Por otro, algunas medidas fiscales de apoyo —equivalentes al 1,9 % del PIB de la zona del euro en 2022— limitaron el impacto de la elevada inflación (fundamentalmente de la energía) en los hogares con rentas bajas y mitigaron el efecto en la renta derivado de las caídas de los salarios reales<sup>9</sup>. Estas medidas pueden haber contribuido a compensar la volatilidad observada en la economía real y el efecto de la alta inflación. Por tanto, es probable que la menor participación de los salarios en la renta total sobreestime la variación real de la distribución de la renta. Habida cuenta de que la inflación general está descendiendo, que el crecimiento de los salarios nominales está aumentando y que es previsible que los beneficios absorban el consiguiente aumento de los costes laborales unitarios, cabe esperar que la

<sup>8</sup> Otra aportación negativa, de unos -0,2 puntos porcentuales, procedió de un componente residual, reflejo de una correlación negativa entre los niveles sectoriales de la participación de los salarios en la renta total y sus respectivos cambios. El cálculo se basa en el análisis de las variaciones de la participación de los salarios en la renta total en función de la productividad 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.

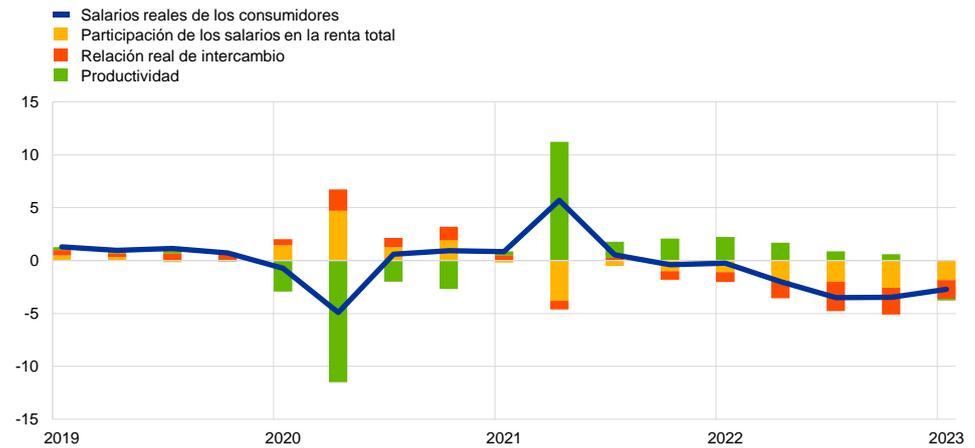
<sup>9</sup> Véanse los recuadros titulados «¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023, y «Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

participación de los salarios en la renta total siga recuperándose hasta situarse en un valor más próximo a su media de más largo plazo anterior a la pandemia<sup>10</sup>.

### Gráfico C

#### Participación de los salarios en la renta total y salarios reales de los consumidores en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. En este recuadro «relación real de intercambio» se define como la ratio del defactor del valor añadido en relación con el defactor del consumo privado. Este último incorpora los precios de los bienes y servicios importados, mientras que el defactor del valor añadido no los incluye.

<sup>10</sup> Véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

## 5 Expectativas de las empresas sobre los precios de venta: evidencia de la SAFE

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund y Erzsebet Judit Rariga

**En este recuadro se analizan las expectativas de las empresas sobre sus precios de venta para el período comprendido entre abril de 2023 y abril de 2024, centrando la atención en la heterogeneidad entre los sectores minorista y no minoristas.** La última [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#), que se realizó entre el 6 de marzo y el 14 de abril de 2023, incluyó dos preguntas *ad hoc* sobre las expectativas subjetivas con respecto a la variación de: i) sus precios de venta y ii) los salarios de sus empleados actuales en los próximos doce meses<sup>1</sup>. Este recuadro se centra únicamente en las expectativas de las empresas sobre sus precios de venta. Dado que la SAFE incluye sociedades que venden tanto a otras compañías como a los consumidores, sus expectativas medias sobre los precios de venta futuros representan una combinación de precios de producción y de consumo. Por tanto, las empresas se han agrupado en dos sectores amplios, minoristas y no minoristas, de acuerdo con la clasificación NACE<sup>2</sup> con el objetivo de distinguir entre las que venden servicios y bienes intermedios y finales a otras compañías, y las que venden directamente a los consumidores finales<sup>3</sup>.

**En promedio, las empresas de la zona del euro esperan que sus precios de venta aumenten un 6,1 % en los próximos doce meses, y las subidas más acusadas corresponden al sector minorista (gráfico A)<sup>4</sup>.** Partiendo de la clasificación NACE, las empresas del sector minorista y otros sectores que venden principalmente a los consumidores finales señalaron, en promedio, precios de venta

<sup>1</sup> Para información más detallada sobre las expectativas de las empresas con respecto a los salarios, véase el recuadro 1 titulado «Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages» en el [informe](#) de la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

<sup>2</sup> La nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (NACE, por sus siglas en inglés) es la clasificación de las actividades económicas de la Unión Europea.

<sup>3</sup> El grupo «Minoristas» abarca empresas que operan sobre todo en los sectores de comercio minorista, venta de automóviles, transporte de pasajeros y servicios de alojamiento y restauración, que se incluyen directamente en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Las empresas del grupo «No minoristas» operan, sobre todo, en los sectores de manufacturas y construcción. Este grupo refleja mejor los bienes intermedios o finales que están menos vinculados al consumo/sector minorista. Aunque este ejercicio se centra en compañías de sectores relevantes para el IAPC, la muestra no refleja necesariamente la composición total de la cesta del IAPC. En consecuencia, las expectativas de las empresas con respecto a sus precios de venta futuros que se presentan en este recuadro no pueden compararse de forma directa con los indicadores habituales de expectativas de inflación medida por los precios de consumo por tres motivos. Primero, si bien las empresas del sector minorista se definen aquí como las de sectores que se consideran para el cálculo del IAPC, es posible que operen también en el sector mayorista, en cuyo caso sus precios reflejarían más bien los precios de producción. Segundo, varias empresas venden bienes intermedios y no bienes finales, mientras que solo los bienes finales están reflejados en el IAPC. Tercero, las respuestas se refieren a los propios precios de las empresas y no a un índice agregado de precios. La información sectorial detallada se obtiene estableciendo una correspondencia entre las respuestas individuales de la encuesta y los estados financieros de las empresas procedentes de la base de datos Orbis de Bureau Van Dijk y el ejercicio se realiza utilizando un subconjunto de 5.829 empresas encuestadas de un total de 10.983.

<sup>4</sup> Las medias ponderadas se calculan después de eliminar las observaciones por debajo del percentil 1 y por encima del percentil 99 de las distribuciones por país. La expectativa mediana con respecto a la variación de los precios y los salarios es exactamente el 5 % en todas las categorías de tamaño.

esperados en los próximos doce meses significativamente más altos (6,8 %) que las compañías de sectores no minoristas (4,9 %), así como una menor dispersión en la distribución.

### Gráfico A

#### Variación del precio medio de venta esperado en los próximos doce meses



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

Notas: Expectativas medias sobre los precios de venta en los próximos doce meses indicadas por las empresas de la zona del euro, junto con los rangos intercuartílicos, usando las ponderaciones de la encuesta. Las estadísticas se calculan después de eliminar los percentiles 1 y 99 de cada país. La distribución para «Todas las empresas» se refiere a las respuestas de todas las que están incluidas en la SAFE (10.983). Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre la clasificación de las empresas en «Minoristas» y «No minoristas». La variación del precio medio de venta esperado correspondiente a la submuestra de empresas minoristas y no minoristas fusionadas utilizando la base de datos Orbis de Bureau Van Dijk es del 5,6 %. Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

### Las empresas que han señalado incrementos recientes de los costes de los insumos y de financiación esperan precios de venta más elevados (gráfico B).

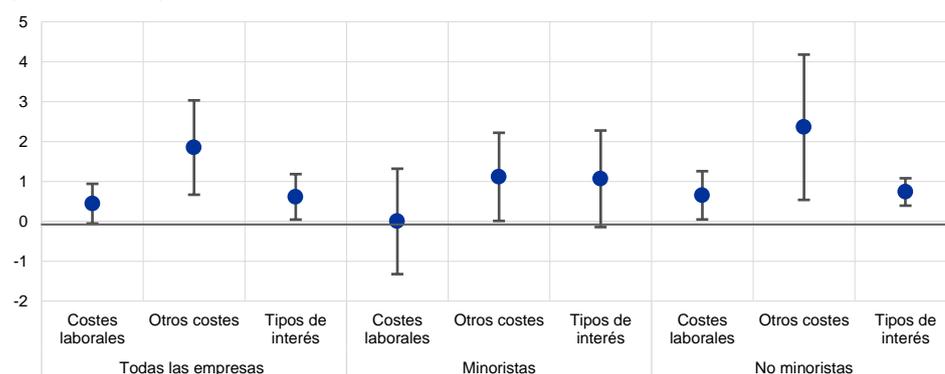
Las sociedades incluidas en la SAFE informan sobre si sus costes laborales, los costes de otros insumos (principalmente los de los materiales y la energía) y los de la financiación bancaria han aumentado, no han variado o han descendido en los seis meses anteriores. Las regresiones en forma reducida que consideran el impacto conjunto de esos costes de producción y de financiación sugieren que las compañías que declararon un incremento de los costes relacionados con los materiales y la energía en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023 esperan que sus precios de venta en los próximos doce meses aumenten en torno a 2 puntos porcentuales más que los de las que indicaron que otros costes de producción (distintos de los laborales) se mantenían inalterados o estaban descendiendo. Las subidas pasadas del coste de la energía y de los materiales son relevantes para los precios de venta futuros de las empresas tanto minoristas como no minoristas, pero el efecto es más intenso para estas últimas. Un factor que podría explicar lo anterior es el hecho de que las no minoristas operan, sobre todo, en el sector manufacturero, en el que los costes de la energía y de otros insumos representan una proporción de los costes totales mayor que en el caso de las minoristas. Asimismo, las empresas de los sectores no minoristas que han indicado en el pasado subidas de los costes laborales y los gastos por intereses esperan que sus precios de venta registren un alza en el próximo año. Las estimaciones en forma reducida del impacto de los tipos de interés son acordes con la aparición de un canal de costes en la transmisión de la política monetaria, a través del cual las

variaciones de los tipos de interés afectan al proceso de formación de precios y a la evolución de la inflación al elevar los costes marginales reales<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, esta regresión en forma de reducida a nivel de empresa no logra capturar del todo el impacto amortiguador total de las subidas de los tipos de interés en la inflación por medio del canal tradicional de demanda agregada en la transmisión de la política monetaria.

### Gráfico B

#### Precios de venta esperados y costes de producción y de financiación anteriores

(puntos porcentuales)



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

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de una regresión que relaciona la variación de los precios esperados con la variación de los costes laborales, otros costes (materiales y energía) y el nivel de tipos de interés. Las variables de la derecha de la regresión toman un valor de 1 si las empresas indicaron un aumento de los costes laborales, de otros costes o del nivel de los tipos de interés para el período octubre de 2022-marzo de 2023. Las regresiones incluyen efectos fijos a nivel de tamaño de empresa y país. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 % basados en errores estándar agrupados por país. Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre las categorías «Todas las empresas», «Minoristas» y «No minoristas». Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

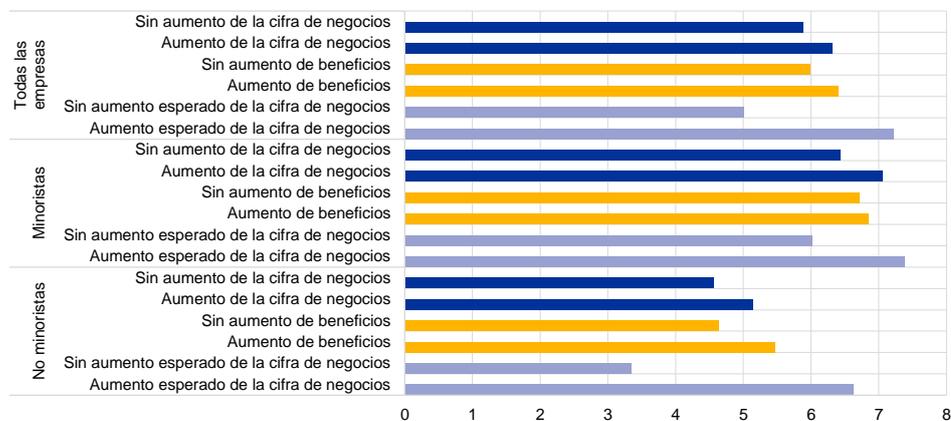
**En los sectores tanto minoristas como no minoristas, las subidas esperadas de los precios de venta son más acusadas en las empresas que esperan un incremento de su cifra de negocios (gráfico C).** En sus respuestas a la SAFE, las sociedades también informan sobre si su cifra de negocios y sus beneficios en los seis meses anteriores, así como su cifra de negocios esperada en los próximos seis meses, han aumentado, no han variado o se han reducido. En todas las compañías de la muestra y en los desgloses de empresas por sector, los incrementos anteriores de la cifra de negocios y de los beneficios no están asociados a las empresas que indican una diferencia significativa en los precios de venta esperados. Tanto las empresas minoristas como las no minoristas señalaron precios de venta esperados significativamente más altos si también declararon que esperaban una cifra de negocios mayor en los próximos seis meses. Esto podría reflejar que las que esperaban un aumento de la demanda de sus productos y servicios después de la reapertura de la economía son más propensas a subir los precios en el futuro. El incremento futuro esperado de los precios de venta y de la cifra de negocios podría deberse también a aumentos de los costes de los insumos más acusados de lo esperado.

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, F. Ravenna y C. E. Walsch, «Optimal Monetary Policy with the Cost Channel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n.º 2, marzo de 2006, pp. 199-216.

## Gráfico C

### Expectativas de precios de venta por cifra de negocios y beneficios

(porcentajes)



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

Notas: Expectativas medias sobre los precios de venta en los próximos doce meses indicadas por las empresas de la zona del euro que señalan que su cifra de negocios/sus beneficios han aumentado o han descendido/no han variado en los seis meses anteriores y las empresas que indican que su cifra de negocios esperada aumenta o desciende/no varía en los próximos seis meses, usando las ponderaciones de la encuesta. Las expectativas medias sobre los precios de venta se calculan después de eliminar los datos en los percentiles 1 y 99 de cada país. La distribución para «Todas las empresas» se refiere a las respuestas de todas las que están incluidas en la SAFE (10.983). Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre la clasificación de las empresas en «Minoristas» y «No minoristas». Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

### Las empresas manufactureras y los países que señalaron mayores subidas pasadas de los precios de producción esperan un incremento menor de los precios de venta en los próximos doce meses (gráfico D).

Las compañías del sector manufacturero (para las que se dispone de datos sobre precios de producción a nivel de país) muestran una heterogeneidad significativa en sus precios de venta esperados. Las que declararon subidas de los precios de producción superiores a la mediana en el tercer trimestre de 2022 esperan un incremento de alrededor del 3,4 % (para el tercer cuartil de la distribución de la tasa de variación de los precios de producción) y del 2 % (para el cuarto cuartil), muy por debajo del precio medio de venta esperado<sup>6</sup>. Las empresas de sectores que señalaron incrementos de los precios de producción inferiores a la mediana en el pasado esperan precios de venta más elevados el próximo año (en torno al 5,5 %). Dado que los sectores manufactureros venden principalmente bienes intermedios a otros sectores, esta heterogeneidad podría ayudar a comprender la traslación de los precios de producción a los precios de consumo<sup>7</sup>. El proceso de formación de precios observado puede ser acorde con los modelos de fijación de precios dependientes del estado en los que la probabilidad de que se ajusten los precios aumenta con los desajustes de estos<sup>8</sup>.

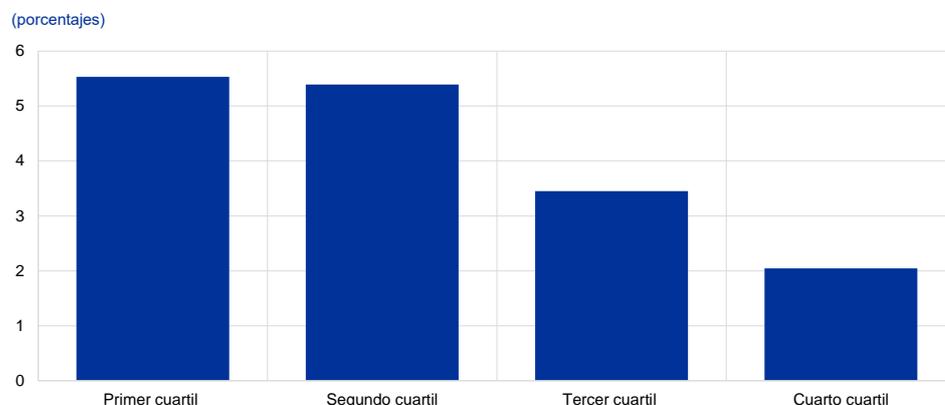
<sup>6</sup> A partir de la base de datos trimestrales por países según la clasificación NACE Rev. 2 a dos dígitos, el índice de precios industriales medianos correspondientes al tercer trimestre de 2022 es de alrededor del 13 %.

<sup>7</sup> Véase también el recuadro 3 «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico para un análisis más detallado de la contribución de los beneficios unitarios a las presiones inflacionistas internas en la zona del euro.

<sup>8</sup> P. Karadi, R. Schoenle y J. Wursten, «Measuring price selection in microdata: it's not there», *Working Paper Series*, n.º 2566, BCE, junio de 2021.

### Gráfico D

#### Expectativas sobre los precios de venta por cuartiles de subidas pasadas de los precios de producción



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

Notas: Variación esperada de los precios de venta en las empresas manufactureras. El gráfico muestra los precios medios de venta esperados en los próximos doce meses por cuartiles de subidas de los precios de producción en el tercer trimestre de 2022. El índice de precios industriales (IPRI) se define como la variación porcentual comparada con el mismo período del año anterior. En las empresas situadas en el primer cuartil, el IPRI correspondiente a los datos por países según la clasificación NACE Rev. 2 se sitúa entre el -4,4 % y el 8 %; en las del segundo cuartil entre el 8 % y el 13 %; en las del tercer cuartil entre el 13 % y el 18 %, y en las del cuarto cuartil entre el 18 % y el 80 %. Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

## 6 La acusada contracción de los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022: análisis basado en un mayor detalle de las estadísticas de balanza de pagos

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone y Martin Schmitz

**En este recuadro se presenta un análisis de la contracción que experimentaron los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022 —la más pronunciada desde la crisis financiera global— utilizando nuevos desgloses de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro<sup>1</sup>.** Un acontecimiento relevante en 2022 fue el cambio observado en la balanza por cuenta corriente de la zona, que registró un déficit de 137 mm de euros (–1 % del PIB) tras haber contabilizado un superávit de 285 mm de euros (2,3 % del PIB) en 2021. Esta variación anual ha sido la mayor hasta la fecha<sup>2</sup>. En ese mismo período, el superávit de la cuenta financiera se redujo de 312 mm de euros a 14 mm de euros, en un contexto de fuerte disminución de los flujos financieros de la zona del euro tanto por el lado de los activos como de los pasivos. El análisis de la cuenta financiera se ha ido complicando en los últimos años como consecuencia de la expansión de las cadenas internacionales de intermediación financiera, en las que a menudo participan entidades no bancarias ubicadas en centros financieros internacionales<sup>3</sup>. Siguiendo las recomendaciones de los manuales estadísticos internacionales, el BCE ha elaborado nuevos desgloses de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro con el fin de poder analizar con más detalle la exposición al riesgo y las interconexiones<sup>4</sup>.

**La acusada contracción de los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022 tuvo su origen principalmente en la evolución de la inversión de cartera y la inversión extranjera directa (gráfico A).** Ese año, las transacciones netas de inversores de la zona del euro en activos de fuera de la zona disminuyeron y, tras alcanzar un máximo de varios años en 2021 (con inversiones netas por importe de 1,4 billones de euros), registraron desinversiones netas por

<sup>1</sup> Los nuevos datos publicados de conformidad con la Orientación del BCE en materia de estadísticas exteriores modificada (BCE/2018/19) incluyen desgloses adicionales por sector residente, país de contrapartida e instrumentos de deuda de la inversión extranjera directa. Actualmente, las nuevas series están disponibles con datos desde el primer trimestre de 2019, y a lo largo de 2024 se publicarán datos correspondientes a períodos anteriores. En el [sitio web del BCE](#) puede consultarse más información sobre las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro.

<sup>2</sup> Véase la nota de prensa estadística del BCE sobre [Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro](#).

<sup>3</sup> P. R. Lane, «[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?», organizada conjuntamente por el Banco Central Europeo, el Irving Fisher Committee y el Banco de Portugal, 17 de febrero de 2020, y A. Coppola, M. Maggiori, B. Neiman y J. Schreger, «[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, pp.1499-1556.

<sup>4</sup> [Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional](#), sexta edición (MBP6). Para conocer datos recientes sobre las operaciones financieras entre sectores de la zona del euro, véase la última nota de prensa estadística del BCE sobre la [Evolución económica y financiera de la zona del euro por sectores institucionales](#) (en particular, el cuadro 1).

valor de 0,3 billones de euros. Esta fuerte caída de los flujos financieros de la zona por el lado de los activos se debió fundamentalmente a la evolución, en la inversión de cartera, de las participaciones de capital (acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión) y de los títulos de deuda. Además, la contribución de los flujos de inversión extranjera directa (IED) a la reducción observada fue notable después de una volatilidad atípicamente elevada en los últimos años<sup>5</sup>. Del mismo modo, en lo que respecta a los pasivos, los inversores de fuera de la zona del euro pasaron de realizar adquisiciones netas de activos de la zona en 2021 a realizar disposiciones netas en 2022. Las desinversiones netas más importantes se produjeron en la IED, mientras que las compras netas de participaciones de capital de la inversión de cartera de la zona del euro se paralizaron casi por completo, después de alcanzar un máximo histórico en 2021. Al mismo tiempo, las ventas netas de títulos de deuda de la zona del euro por parte de inversores no residentes disminuyeron en 2022, tras varios años de elevadas desinversiones netas<sup>6</sup>. En general, las disposiciones netas observadas en los activos y los pasivos, y la reducción de las transacciones financieras en 2022, fueron las más elevadas desde 2009. El resto de este recuadro se centra de forma más detallada en los principales determinantes del repliegue de la inversión de cartera y de la IED.

---

<sup>5</sup> Tradicionalmente, los flujos de inversión extranjera directa se consideraban la categoría menos volátil de los flujos internacionales de capital. Véase, por ejemplo, B. Eichengreen, P. Gupta y O. Masetti, «[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)», *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, pp. 22-41. No obstante, en los últimos años, el importante papel que han desempeñado las multinacionales ha ido acompañado de un aumento de la volatilidad, en especial en pequeñas economías abiertas. Véase, por ejemplo, V. Di Nino, M. Habib y M. Schmitz, «[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

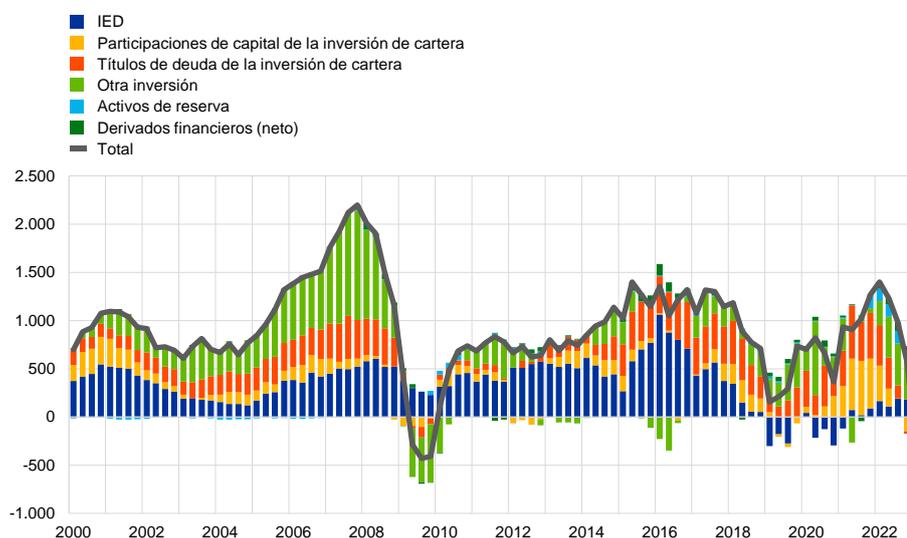
<sup>6</sup> Las transacciones de la categoría «Otra inversión» también experimentaron una contracción respecto a los elevados importes positivos registrados en 2022 —sobre todo por el lado de los pasivos—, fundamentalmente como consecuencia de la disminución de los depósitos de no residentes en la zona del euro mantenidos en el Eurosistema.

## Gráfico A

### Cuenta financiera de la zona del euro

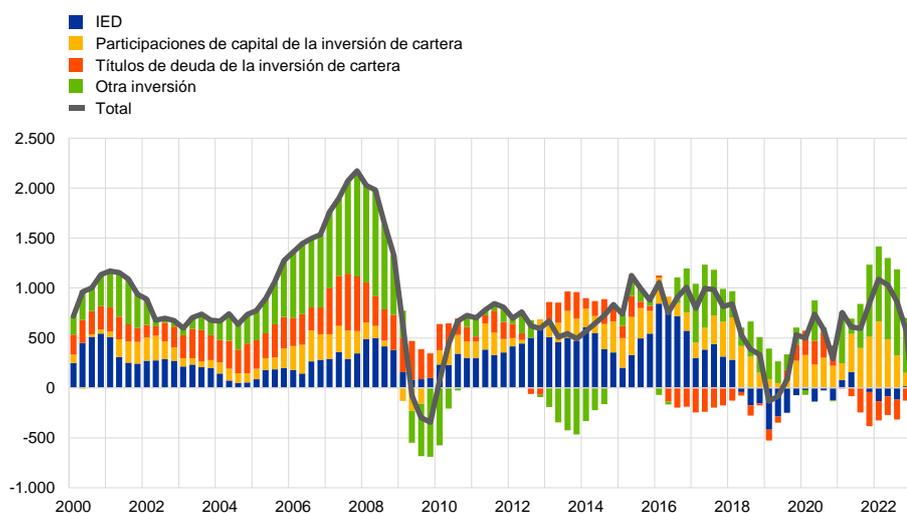
#### a) Activos

(sumas móviles de cuatro trimestres, mm de euros)



#### b) Pasivos

(sumas móviles de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022.

**La reducción de los activos de la inversión de cartera por parte de los inversores de la zona del euro en 2022 estuvo determinada principalmente por los fondos de inversión —que suelen mostrar un comportamiento procíclico—, al tiempo que las empresas de seguros y los fondos de pensiones compensaron en cierta medida la disminución de los flujos de salida (gráfico B). Las nuevas series de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro proporcionan un desglose del sector**

de intermediarios financieros no bancarios<sup>7</sup> que pone de manifiesto, en particular, la importancia de los fondos de inversión de la zona del euro como tenedores de valores de inversión de cartera emitidos por no residentes en la zona (que representaban el 59 % del total de tenencias de participaciones de capital y de títulos de deuda al final de 2022)<sup>8</sup>. En consonancia con lo anterior, el cambio observado en el patrón de la inversión de cartera de la zona del euro —que pasó de registrar adquisiciones netas (790 mm de euros en 2021) a contabilizar ventas netas (235 mm de euros en 2022) de títulos de deuda y de participaciones de capital— fue atribuible, en gran parte, al sector de fondos de inversión. Por lo general, estos fondos tienden a ser inversores procíclicos, es decir, venden valores en períodos de aversión elevada al riesgo, lo que genera volatilidad en los flujos financieros, mientras que las empresas de seguros y los fondos de pensiones suelen actuar de manera anticíclica, en línea con los patrones observados en la zona del euro en 2022<sup>9</sup>. Por otra parte, los cambios observados en los patrones de inversión en 2022 pusieron fin a una fase prolongada de reajuste significativo de carteras hacia valores de fuera de la zona del euro que comenzó en 2014 cuando el BCE introdujo tipos de interés negativos y puso en marcha sus programas de compras de activos<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> El nuevo desglose del sector de intermediarios financieros no bancarios incluye datos por separado de los fondos de inversión, las empresas de seguros y fondos de pensiones, y otras instituciones financieras.

<sup>8</sup> Los patrones de inversión de los fondos de inversión de la zona del euro son importantes para analizar las exposiciones de los inversores últimos de estos fondos, en particular los fondos de pensiones, las empresas de seguros y los hogares. Véase D. Carvalho y M. Schmitz, «[Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds](#)», *Review of International Economics*.

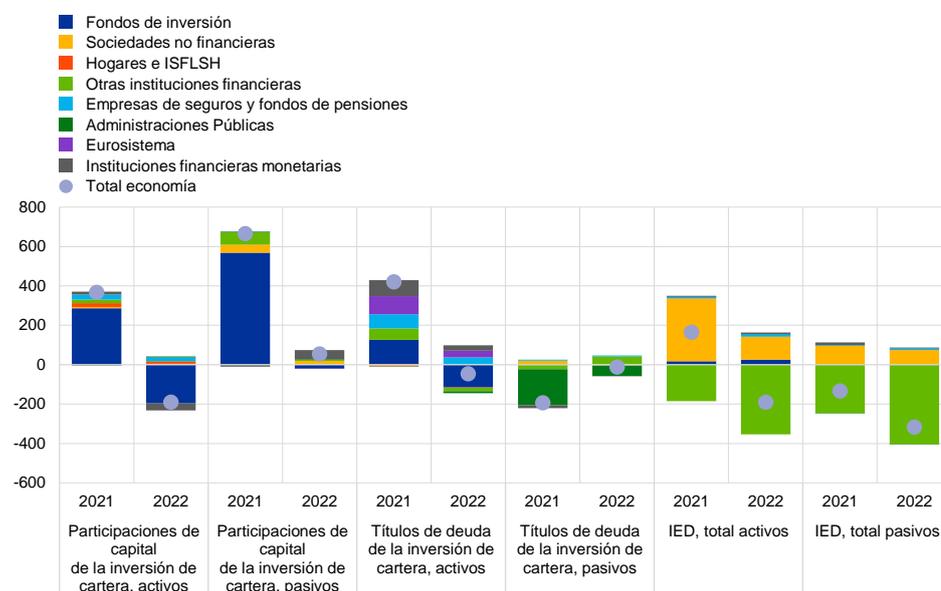
<sup>9</sup> Véase Y. Timmer, «[Cyclical investment behavior across financial institutions](#)», *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n.º 2, 2018, pp. 268-286.

<sup>10</sup> El programa de compras de activos del BCE se introdujo a mediados de 2014 y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia en marzo de 2020. En 2022 se puso fin a las adquisiciones netas de activos realizadas en el marco de los dos programas. Véanse B. Cœuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)», discurso pronunciado en la reunión del Foreign Exchange Contact Group celebrada el 11 de julio de 2017; P. R. Lane, «[The international transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado en la conferencia CEPR International Macroeconomics and Finance Programme Meeting, 14 de noviembre de 2019, y K. Bergant, M. Fidora y M. Schmitz, «[International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#)», *Working Paper Series*, n.º 2388, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2020.

## Gráfico B

### Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro por sector residente

(sumas de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022. «ISFLSH» se refiere a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

**En términos geográficos, el repliegue de la inversión de cartera en 2022 se concentró principalmente en las participaciones de capital emitidas por economías avanzadas, mientras que, en los títulos de deuda, la contracción más pronunciada correspondió a los emitidos por economías emergentes, en línea con la disminución de la confianza de los inversores a escala global (gráfico C).** El nuevo desglose por países de contrapartida de la zona del euro

ofrece una cobertura mejor tanto de las economías avanzadas (con la incorporación de Australia, Corea del Sur y Noruega) como de las emergentes (que ahora también incluyen a Arabia Saudí, Argentina, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía). Las nuevas estadísticas ponen de manifiesto que los inversores de la zona del euro redujeron su exposición a las participaciones de capital emitidas por residentes en Estados Unidos, Reino Unido y otras economías avanzadas en 2022. La evolución de los títulos de deuda presenta más matices: en general, los inversores de la zona se desprendieron de un volumen significativo de valores emitidos por residentes en economías emergentes, centros financieros extraterritoriales y el Reino Unido. Entre los países emergentes, las ventas netas estuvieron determinadas por las desinversiones en valores emitidos en China, México y Rusia<sup>11</sup>. Asimismo, es probable que la mayor parte de las ventas netas de valores emitidos en centros financieros extraterritoriales haya correspondido a los emitidos por filiales de

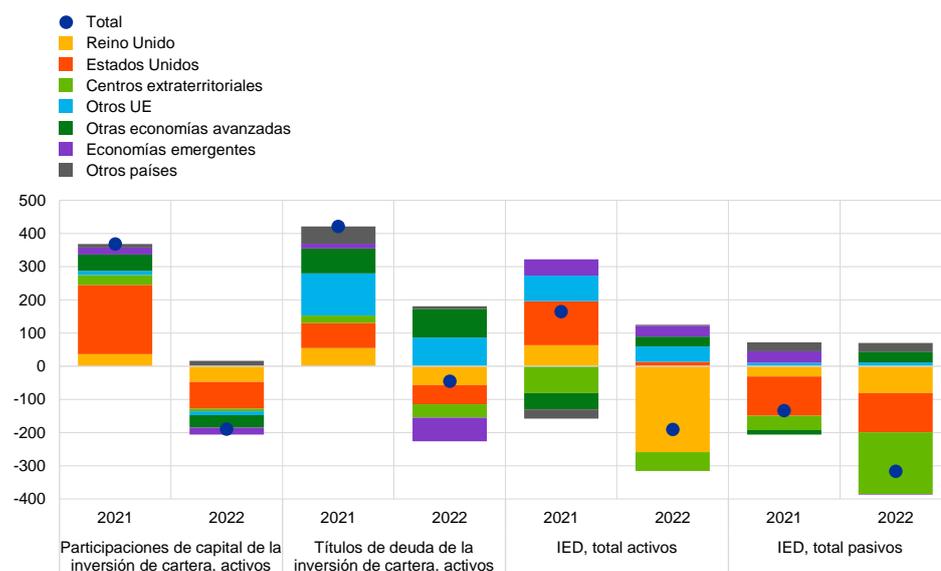
<sup>11</sup> Para más información sobre la evolución de la inversión de la zona del euro en Rusia, véase L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris y M. Schmitz, «Vínculos de la zona del euro con Rusia: información reciente de la balanza de pagos», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022.

empresas con sede en mercados emergentes, sobre todo en China<sup>12</sup>. Al mismo tiempo, los inversores de la zona del euro realizaron considerables adquisiciones netas de valores emitidos por otras economías avanzadas, en particular por residentes en Canadá y Japón, que posiblemente estuvieron impulsadas por una mayor preferencia por activos seguros.

### Gráfico C

#### Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro por área de contrapartida

(sumas de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. «Otros UE» incluye a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y a instituciones y organismos de la UE que, a efectos estadísticos, se considera que no pertenecen a la zona del euro, como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. «Otras economías avanzadas» incluye Australia, Canadá, Corea del Sur, Japón, Noruega y Suiza. Las economías emergentes incluyen Arabia Saudí, Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el gráfico, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022.

**En cuanto a la evolución de la inversión de cartera del exterior en la zona del euro en 2022, las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión de la zona del euro se paralizaron, mientras que el interés de los inversores extranjeros por títulos de deuda de la zona se recuperó a medida que el BCE endureció la orientación de su política monetaria (gráfico B).** Como reflejo de la disminución observada en los activos de los fondos de inversión de la zona del euro, los inversores no residentes en la zona del euro pasaron a ser vendedores netos de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona en un contexto de menor apetito de riesgo en los mercados financieros internacionales

<sup>12</sup> En trabajos de investigación recientes se llega a la conclusión de que la inversión de la zona del euro en bonos corporativos de economías emergentes es notablemente mayor si se tiene en cuenta la inversión en valores emitidos por filiales de empresas de estas economías ubicadas en centros financieros extraterritoriales. Véanse R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz y J. Schreger, «The Geography of Capital Allocation in the Euro Area», documento de trabajo disponible en SSRN, y K. Bergant, G. M. Milesi-Ferretti y M. Schmitz, «Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe», *CEPR Discussion Paper*, n.º 17946, 2023.

tras el estallido de la guerra en Ucrania. El considerable tamaño del sector de fondos de inversión de la zona del euro, unido a la sólida base inversora de fuera de la zona —especialmente en el caso de los fondos con sede en Irlanda y Luxemburgo—, afectaron sustancialmente a los flujos financieros de la zona en 2022<sup>13</sup>. Al mismo tiempo, la percepción de los inversores extranjeros sobre los títulos de deuda de la zona del euro mejoró en 2022. Aunque el período transcurrido desde 2015 se caracterizó por elevadas ventas netas de títulos de deuda de la zona del euro (en particular de deuda pública, reflejo, en parte, del importante papel de los no residentes como contrapartidas en los programas de compras de activos del Eurosistema), las ventas netas disminuyeron en 2022 cuando los tipos de interés oficiales del BCE comenzaron a incrementarse y el Eurosistema puso fin a las compras netas de activos. En un entorno de subidas de los tipos de interés, los inversores de fuera de la zona del euro realizaron adquisiciones netas de títulos de deuda emitidos por entidades del sector de otras instituciones financieras (OIF) de la zona del euro, que incluye a las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, tras las ventas netas llevadas a cabo en años anteriores.

**La contracción de la IED reflejó fundamentalmente operaciones de multinacionales en centros financieros de la zona del euro, con frecuencia vinculadas a entidades con fines especiales, mientras que las transacciones de IED del sector de sociedades no financieras —que tienen una relación más estrecha con la economía real— siguieron mostrando mayor estabilidad (gráfico B)<sup>14</sup>.**

Por el lado de los pasivos de la zona del euro, las desinversiones en IED ascendieron a 317 mm de euros en 2022 (2,4 % del PIB de la zona del euro). Las desinversiones fueron llevadas a cabo por inversores residentes en Estados Unidos y Reino Unido, así como en centros financieros extraterritoriales (gráfico C), y se produjeron únicamente frente al sector de OIF (403 mm de euros), que incluye a entidades con fines especiales, como las sociedades *holding*<sup>15</sup>. A diferencia de estos flujos de IED sin impacto en la economía real (*financialised*) más volátiles, la IED en sociedades no financieras de la zona del euro continuó a un ritmo constante con inversiones netas por importe de 74 mm de euros (gráfico B). En cuanto a las adquisiciones netas de activos de IED por parte de residentes en la zona del euro, la reducción observada también estuvo determinada principalmente por el sector de OIF. La estrecha correlación positiva entre las operaciones brutas de activos y pasivos de IED relacionadas con OIF sugiere que estos flujos suelen corresponder a una mera «canalización de fondos» que no repercute en la economía nacional. Gran parte de la disminución de los activos de IED se debió a transacciones frente al

<sup>13</sup> Véase R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz y J. Schreger, «[The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#)», documento de trabajo disponible en SSRN.

<sup>14</sup> En el caso de la IED se han publicado otros detalles que quedan fuera del ámbito de este recuadro relativos a instrumentos de deuda desagregados en títulos de deuda, préstamos y créditos comerciales y anticipos.

<sup>15</sup> En el período posterior a la crisis financiera global, la inversión (sobre todo la de inversores residentes en Estados Unidos) en sociedades *holding* (con frecuencia, entidades con fines especiales) residentes en centros financieros de la zona del euro pasó a ser un componente de creciente importancia de los flujos de pasivos de IED de la zona. Véase P. R. Lane, «[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?», organizada conjuntamente por el Banco Central Europeo, el Irving Fisher Committee y el Banco de Portugal, 17 de febrero de 2020.

Reino Unido relacionadas con la reestructuración de una multinacional<sup>16</sup>. Los desgloses adicionales incluidos en las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro ponen en evidencia que el análisis económico de la IED se beneficia de una identificación por separado de flujos sin impacto en la economía real<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Con frecuencia, las operaciones por importes tan elevados están relacionadas con reestructuraciones empresariales de un número reducido de multinacionales con presencia en centros financieros ubicados en la zona del euro, pero pueden causar un impacto notable en los flujos mundiales de IED. Por ejemplo, estos flujos se redujeron en un 24 % en 2022 con respecto al año anterior, pero solo un 5 % si se excluyen las operaciones frente a Luxemburgo. Según datos del informe «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2023, la sustancial desinversión registrada en Luxemburgo correspondió principalmente a una operación de una multinacional del sector de telecomunicaciones.

<sup>17</sup> Este análisis se mejorará con la publicación de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro con un desglose separado para las entidades con fines especiales, prevista para la primera mitad de 2024.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de febrero y el 9 de mayo de 2023

Jens Budde y Vladimir Tsonchev

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del BCE durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2023.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 8 de febrero y el 9 de mayo de 2023 (el «período de referencia»).

**El endurecimiento de la política monetaria continuó durante el período de referencia.** El Consejo de Gobierno del BCE subió sus tres tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en sus reuniones del 2 de febrero y del 16 de marzo de 2023. Estos aumentos se hicieron efectivos en el primer y segundo período de mantenimiento de reservas de 2023, respectivamente.

**El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro disminuyó durante el período analizado.** Esta disminución se debió principalmente a los reembolsos anticipados y a los vencimientos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como a una reducción gradual del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP). Al mismo tiempo, la contracción continuada de los factores autónomos netos aportó liquidez al sistema. Estos factores han estado disminuyendo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se redujeron, en promedio, en 220,4 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.026,6 mm de euros.** Si se compara con el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2022, esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 218,4 mm de euros —hasta los 1.861,3 mm de euros— de los factores autónomos netos, que fue consecuencia de una caída de los factores autónomos de absorción de liquidez (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez») y de un aumento de los factores de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas descendieron ligeramente, en 2 mm de euros, hasta los 165,3 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 136,5 mm de euros, hasta situarse en 2.932 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A

titulada «Pasivos») disminuyeron en 62,9 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 369,7 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el segundo período de mantenimiento. Esta disminución refleja la normalización de los colchones mantenidos por los Tesoros nacionales y el probable ajuste de sus estrategias de gestión de tesorería en previsión de la reducción del límite máximo aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas por los bancos centrales nacionales, que entró en vigor el 1 de mayo de 2023. Tras esta fecha, los depósitos de las Administraciones Públicas siguieron cayendo hasta situarse por debajo de los 300 mm de euros, encaminándose hacia los niveles observados a principios de 2020, antes de la irrupción de la pandemia. El importe de los billetes en circulación se redujo, en promedio, en 6,1 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.557,1 mm de euros. La reducción que experimentaron las tenencias de billetes y el importe de las reservas de efectivo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos continuó durante el período analizado, aunque a un ritmo considerablemente más lento.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 81,8 mm de euros y se situaron en 1.071 mm de euros.** Mientras que los activos exteriores netos disminuyeron en 18,5 mm de euros, los activos netos denominados en euros aumentaron en 100,3 mm de euros en el período de referencia. Este incremento obedeció, sobre todo, a la caída de los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro. Esta caída, a su vez, refleja un ajuste de las estrategias de gestión de tesorería de las cuentas de clientes en el marco de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en dicho marco se ajustó en paralelo a la correspondiente a los depósitos de las Administraciones Públicas.

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

---

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

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
Billetes en circulación	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
Depósitos de las AAPP	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>21,3</b>	<b>(-16,1)</b>	<b>26,4</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>17,0</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1933,8)</b>
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	<b>165,3</b>	<b>(-2,0)</b>	<b>164,6</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>165,8</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>167,3</b>	<b>(+4,4)</b>
<b>Facilidad de depósito</b>	<b>4.045,4</b>	<b>(-241,1)</b>	<b>4.103,0</b>	<b>(+51,4)</b>	<b>3.996,0</b>	<b>(-107,0)</b>	<b>4.286,5</b>	<b>(+1688,0)</b>
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fuente: BCE.

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

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

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Activos exteriores netos	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Activos netos denominados en euros	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>6.093,4</b>	<b>(-477,6)</b>	<b>6.173,2</b>	<b>(-73,4)</b>	<b>6.024,9</b>	<b>(-148,3)</b>	<b>6.570,9</b>	<b>(-505,4)</b>
Operaciones de mercado abierto	6.093,3	(-477,6)	6.173,2	(-73,4)	6.024,8	(-148,4)	6.570,9	(-505,4)
Operaciones de crédito	1.172,3	(-454,5)	1.234,2	(-70,3)	1.119,2	(-115,1)	1.626,8	(-497,9)
OPF	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
OFPML a tres meses	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Operaciones TLTRO III	1.168,6	(-453,3)	1.230,5	(-69,2)	1.115,5	(-115,0)	1.621,9	(-496,8)
Operaciones PELTRO	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.921,0	(-23,1)	4.939,0	(-3,1)	4.905,6	(-33,4)	4.944,1	(-7,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.026,6	(-220,4)	2.043,8	(-123,7)	2.011,8	(-32,0)	2.247,0	(-259,6)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.861,3	(-218,4)	1.879,2	(-120,4)	1.846,0	(-33,2)	2.079,7	(-264,0)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.066,7	(-257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(-116,5)	4.323,9	(-245,8)

Fuente: BCE.

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

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
OPF	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Facilidad marginal de crédito	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Facilidad de depósito	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Fuente: BCE.

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

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

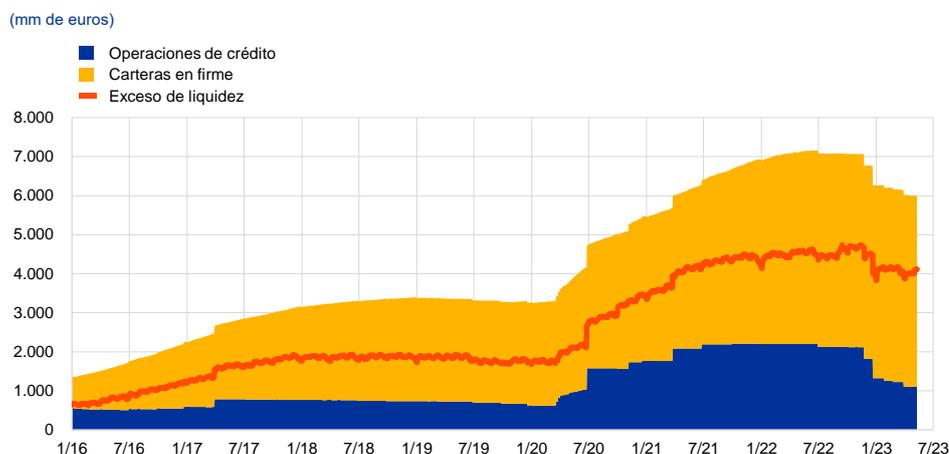
**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 477,6 mm de euros, hasta un importe de 6.093,4 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta

reducción de liquidez obedeció principalmente a la disminución de las operaciones de crédito. A finales de marzo de 2022 se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia del BCE; desde entonces, el Eurosistema reinvierte íntegramente los importes que van venciendo. En cuanto al APP, en consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de no reinvertir por completo el principal de los valores que fueran venciendo a partir del 1 de marzo de 2023, las tenencias del APP han comenzado a disminuir gradualmente a un ritmo medio mensual de 15 mm de euros<sup>2</sup>.

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

## Gráfico A

### Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 9 de mayo de 2023.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 454,5 mm de euros durante el período de referencia.** Esta reducción de liquidez refleja principalmente la disminución de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debida a los reembolsos anticipados y a los vencimientos. Los reembolsos anticipados voluntarios efectuados en febrero y marzo de 2023 ascendieron a 36,6 mm de euros y 87,7 mm de euros, respectivamente, y el vencimiento en marzo de los importes obtenidos en las TLTRO III se tradujo en un nuevo descenso —de 32,2 mm de euros— de los saldos vivos de esas operaciones. Los reembolsos por importe de 499,4 mm de euros y 62,7 mm de euros de la serie TLTRO III realizados en diciembre de 2022 y en enero de 2023, respectivamente, contribuyeron también al citado descenso durante el período analizado, dado que su efecto total en la variación de las medias del período no se ha materializado hasta el período considerado en este recuadro. Las variaciones que registraron otras operaciones de crédito fueron de carácter menor.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez disminuyó en 257,2 mm de euros, hasta un importe de 4.066,7 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Tras el pico alcanzado en septiembre de 2022 (4,8 billones de euros), el exceso de liquidez ha ido reduciéndose progresivamente, principalmente a raíz de los citados reembolsos anticipados y vencimientos de las TLTRO III, neto de los efectos de los factores autónomos.

## Evolución de los tipos de interés

**El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) aumentó en 99,2 puntos básicos, desde el 1,90 % observado el 7 de febrero —el último día del período de referencia anterior— hasta el 2,89 % el 9 de mayo —el último día del período de referencia analizado—, debido al endurecimiento de la política monetaria del BCE.** La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE de febrero y de marzo de 2023 al mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 10 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período considerado, como sucedió en el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2022.

**El tipo *repo* de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de 98 puntos básicos y pasó desde el 1,90 % observado el 7 de febrero hasta el 2,88 % el 16 de marzo.** Las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE se transmitieron de forma inmediata y por completo a las operaciones con garantía del mercado monetario. El mercado de *repos* siguió funcionando ordenadamente debido a varios factores, como las medidas adoptadas por algunos organismos nacionales de gestión de la deuda pública al final de 2022, el incremento de los límites aplicados a las operaciones de préstamo de valores, las mayores emisiones netas efectuadas desde el principio de 2023 y la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las operaciones TLTRO que fueron venciendo, así como la disminución de los saldos vivos de valores mantenidos en el marco del APP. Además, el 7 de febrero de 2023, el BCE anunció que el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro se fijaría en el €STR menos veinte puntos básicos a partir del 1 de mayo de 2023 y que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco del ERMS también se ajustaría en consecuencia. El anuncio alivió la preocupación por que este límite pudiera volver a situarse en el 0 % una vez que el límite transitorio venciera el 30 de abril de 2023. De esta forma se minimizó el riesgo de que se produjeran efectos adversos en el funcionamiento de los mercados como consecuencia de cambios bruscos en las inversiones en efectivo de los Tesoros nacionales y los bancos centrales extranjeros.

## 8 Divergencias de inflación y competitividad entre los países de la zona del euro

Daniela Filip, Daphne Momferatou y Ralph Setzer

**Los altos precios de la energía y de las materias primas y los cuellos de botella en la oferta han impulsado el repunte de la inflación en la zona del euro y el aumento de los diferenciales de inflación entre los países de la zona<sup>1</sup>.** Los diferenciales de inflación entre países, medidos por el rango intercuartílico, aumentaron desde niveles históricamente bajos en el período previo a la pandemia hasta alcanzar máximos históricos al final de 2022 y, aunque han disminuido desde entonces, se han mantenido en cotas elevadas. En mayo de 2023, las tasas de inflación de los países de la zona del euro oscilaron entre el 2 % de Luxemburgo y el 12,3 % de Letonia y Eslovaquia (gráfico A). El actual entorno de inflación elevada se debe principalmente a las perturbaciones de oferta adversas relacionadas con el encarecimiento de la energía y de las materias primas, con los cuellos de botella en la oferta y con los efectos de la reapertura posterior a la pandemia.

### Gráfico A

Diferenciales de inflación medida por el IAPC de los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango intercuartílico es la diferencia entre los percentiles 75 y 25 de la distribución por países, con una composición cambiante de los países que integran la zona del euro. El intervalo mínimo-máximo se refiere a la tasa de crecimiento de la inflación más baja/más alta de los países de la zona del euro en cada mes. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023 (estimación de avance).

**La persistencia de los diferenciales de inflación puede dar lugar a desequilibrios externos.** Los diferenciales de inflación son normales en una unión monetaria en la medida en que reflejan ajustes temporales ante perturbaciones o están asociados a procesos de convergencia. Además, la política fiscal influye en los diferenciales de inflación de la zona del euro, a través, entre otros factores, de

<sup>1</sup> Para información más detallada, véase el recuadro titulado «La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

cambios en la fiscalidad y en los salarios públicos<sup>2</sup>. Sin embargo, si estos diferenciales no son transitorios o no reflejan la convergencia de los niveles de precios, pueden señalar una evolución divergente de los costes o ineficiencias estructurales como la existencia de rigideces nominales y reales en los mercados de productos y de trabajo. Unos diferenciales de inflación persistentes podrían causar pérdidas de competitividad-precio más prolongadas y un deterioro de la balanza por cuenta corriente<sup>3</sup>. Estas pérdidas de competitividad pueden generar externalidades negativas muy problemáticas y, en último término, la necesidad de aplicar políticas estructurales para abordarlas.

**La elevada inflación ha provocado un incremento de los costes laborales unitarios (CLU) y de los beneficios unitarios en muchos países de la zona del euro.** En general se considera que el alza de los CLU nominales, definidos como la remuneración de los asalariados por unidad de PIB real, es un importante factor determinante del aumento sostenido de la inflación subyacente interna. Aunque la evolución de los CLU ha sido difícil de interpretar en los últimos años porque la contabilización de los programas de mantenimiento del empleo y la reasignación sectorial han estado afectando a la dinámica de estos costes, sigue proporcionando señales útiles para evaluar los riesgos antes citados de que se produzcan divergencias en la competitividad-precio entre los países de la zona del euro y las presiones de costes procedentes del mercado laboral<sup>4</sup>. La perturbación en el suministro de energía que ha elevado la inflación desde mediados de 2021 ha estado acompañada de un fuerte aumento de los CLU y del crecimiento de los beneficios unitarios. Por una parte, los CLU se incrementaron un 8 % en la zona del euro entre el final de 2019 y el final de 2022, impulsados por los intensos avances de la remuneración por asalariado, mientras que la productividad se estancó. La heterogeneidad entre países ha sido significativa. Los mayores incrementos de los CLU se observaron en los países bálticos (hasta el 28 % en Lituania), Luxemburgo y Eslovaquia. Por otra, el crecimiento de los beneficios unitarios, definido como el excedente bruto de explotación y la renta mixta divididos por el PIB real, fue superior al de los CLU. Así, desde una perspectiva contable y atendiendo al deflactor del PIB, el crecimiento de los beneficios unitarios contribuyó más que el avance de los CLU<sup>5</sup> a la inflación interna. Este diferencial fue especialmente acusado en Grecia, Letonia, Chipre, Eslovenia, Malta, Alemania y Estonia (gráfico B), lo que sugiere que la subida de los costes de los insumos, entre ellos los de la energía importada y los de otros bienes intermedios, no se vio amortiguada por los beneficios ni tuvo un impacto negativo en los beneficios unitarios<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Véase C. Checherita-Westphal, N. Leiner-Killinger y T. Schildmann, «Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited», *Working Paper Series*, n.º 2774, BCE, 2023.

<sup>3</sup> Véanse M. Obstfeld y K. Rogoff, «The unsustainable US current account position revisited», *NBER Working Paper*, n.º 10869, 2004, y Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, «Competitiveness and external imbalances within the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 139, BCE, 2012.

<sup>4</sup> Véase C. Giordano y F. Zollino, «Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries», *Working Paper Series*, n.º 1789, BCE, 2015.

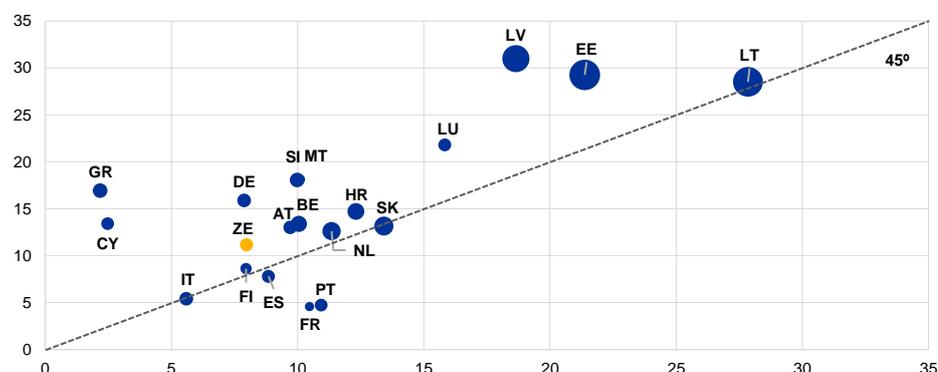
<sup>5</sup> Véase O. Arce, E. Hahn y G. Koester, «How tit-for-tat inflation can make everyone poorer», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo de 2023.

<sup>6</sup> Para un análisis sobre la forma en que los beneficios han contribuido a la inflación de la zona del euro, véase el recuadro 3 titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este *Boletín Económico*.

## Gráfico B

### Crecimiento de los beneficios unitarios y de los CLU

(eje de abscisas: variación porcentual acumulada de los CLU entre 2019 y 2022; eje de ordenadas: variación porcentual acumulada de los beneficios unitarios entre 2019 y 2022; tamaño de los círculos: tasa media de variación interanual del IAPC en 2022)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los CLU se definen como la remuneración por asalariado dividida por la productividad del trabajo. Los beneficios unitarios se definen como el excedente bruto de explotación y la renta mixta divididos por el PIB real. No se incluyen los datos correspondientes a Irlanda.

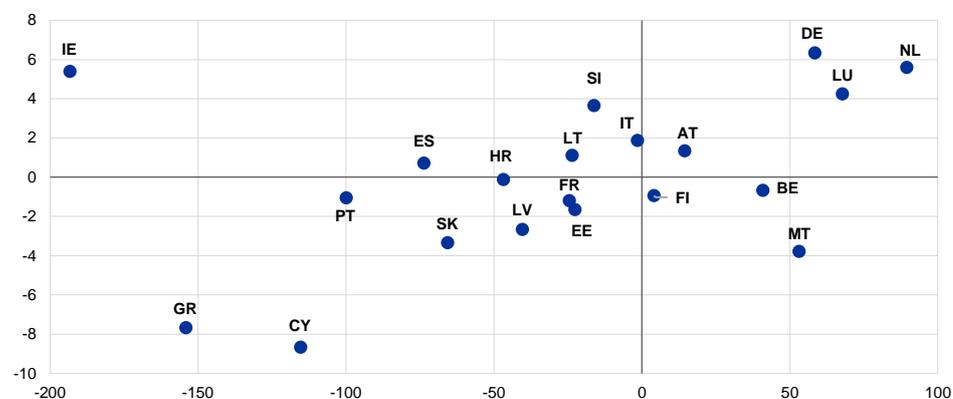
### La evolución de la balanza por cuenta corriente sugiere escasos avances en la corrección de los desequilibrios.

En los años que precedieron a la pandemia se produjo un proceso de reajuste dentro de la zona del euro en forma de corrección significativa de los CLU y de mejora de las balanzas por cuenta corriente de los países que inicialmente presentaban niveles de competitividad bajos y un elevado volumen de pasivos exteriores netos. Este reajuste fue parcial debido a las notables rigideces existentes en los mercados de trabajo y de productos, y se vio interrumpido por la pandemia en 2020-2021 y, posteriormente, por el repunte de los precios mundiales de la energía. Esta evolución llevó a un deterioro de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro —del 2,2 % del PIB en 2019 al -1 % del PIB en 2022—, que afectó tanto a los países con déficit como a los que registraban superávit. Al final de 2022, la posición exterior de varios países se situaba por debajo de los umbrales definidos en el cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) de la Comisión Europea. Chipre y Grecia permanecen por debajo tanto del umbral del -35 % del PIB establecido para la posición de inversión internacional neta (PIIN) como del -4 % del PIB fijado para la balanza por cuenta corriente. En cuanto a los restantes países con un volumen importante de pasivos exteriores, la balanza por cuenta corriente presenta un saldo considerablemente negativo en Eslovaquia, algo negativo en Portugal y ligeramente positivo en España. Al mismo tiempo, el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente de los principales países acreedores netos se ha mantenido en niveles significativamente elevados, aunque se ha reducido de forma sustancial en Alemania (gráfico C).

## Gráfico C

### Balanza por cuenta corriente y PIIN

(eje de abscisas: PIIN en porcentaje del PIB en el cuarto trimestre de 2019; eje de ordenadas: balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB, media de tres años [2020-2022])



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Los indicadores armonizados de competitividad (IAC) basados en los deflatores del PIB señalan prácticamente el mismo conjunto de países con las pérdidas de competitividad más acusadas desde el principio de la pandemia.** Los IAC proporcionan una medida más amplia de la competitividad-precio, dado que tienen en cuenta: i) la evolución del tipo de cambio del euro frente a los principales socios comerciales de los países de la zona del euro, ii) la evolución relativa de los indicadores de costes entre los socios comerciales y iii) y la evolución de las cuotas de comercio<sup>7</sup>. Las variaciones del IAC basado en el deflactor del PIB entre 2019 y 2022 indican que los países bálticos y Luxemburgo experimentaron fuertes pérdidas de competitividad-precio en comparación con sus competidores. En el caso de los países bálticos, el proceso de convergencia de los niveles de renta —comúnmente denominado «efecto Balassa-Samuelson»— no constituiría una pérdida de competitividad y puede explicar, en parte, la apreciación real<sup>8</sup>.

**En general, los cambios en la competitividad-precio observados desde la pandemia no parecen haber agravado ni corregido adicionalmente los desequilibrios externos.** Los últimos datos relativos a los IAC (gráfico D) no ofrecen una indicación clara de si el proceso de reajuste anterior a la pandemia se va a reanudar. La abultada posición deudora neta frente al exterior de algunos países de la zona del euro se ha reducido desde 2019 gracias al mayor crecimiento del PIB nominal. Con todo, seis países superaron el umbral del 35 % del PIB fijado en el PDM para los pasivos exteriores netos en el último trimestre de 2022<sup>9</sup>. Para

<sup>7</sup> Los IAC de los países de la zona del euro son equivalentes en términos conceptuales a los tipos de cambio efectivos reales de una moneda. Para más información, véase esta [página web del BCE](#). En este recuadro se utiliza la medida del IAC basada en el deflactor del PIB porque tiene en cuenta el precio de todos los bienes y servicios producidos internamente, incluido el impacto de los costes de los insumos adicionales al trabajo.

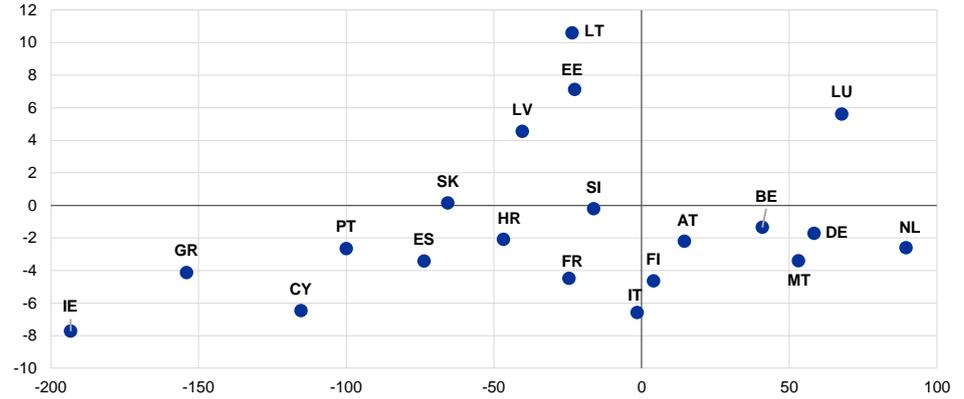
<sup>8</sup> Para más detalles sobre el impacto del efecto Balassa-Samuelson en las economías de la zona del euro, véase J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz y S. Muzikarova, «[Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 203, BCE, 2017.

<sup>9</sup> En Irlanda y Chipre, la PIIN se ve muy afectada por actividades específicas de multinacionales y de entidades de propósito especial sin vínculos directos con la economía nacional. Si esas actividades se excluyeran, la posición deudora neta frente al exterior se reduciría.

garantizar un reajuste sostenible, es necesario que se produzcan nuevos ajustes de los precios relativos. En el caso de los países de la zona con un elevado volumen de pasivos exteriores netos, ello requiere que la competitividad-precio aumente a través de un menor crecimiento de los CLU o de los beneficios unitarios.

### Gráfico D PIIN e IAC

(eje de abscisas: PIIN en porcentaje del PIB en el cuarto trimestre de 2019; eje de ordenadas: variación porcentual acumulada [2019-2022] del IAC [basado en deflatores del PIB]).



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los IAC basados en los deflatores del PIB ofrecen una perspectiva general de la competitividad-precio de cada país de la zona del euro con respecto a sus propios competidores principales en los mercados internacionales (zona del euro-20 y tipo de cambio efectivo-grupo de 41 socios comerciales). Se calculan sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de los socios comerciales de cada país de la zona del euro y se deflactan utilizando deflatores del PIB, que en algunos países se ven afectados por las actividades de multinacionales (Irlanda) y de entidades de propósito especial (Chipre). Los valores positivos de los IAC indican una pérdida de competitividad-precio y los valores negativos un aumento de la competitividad-precio. Puede consultarse información más detallada sobre los IAC en la página web del BCE [Harmonised competitiveness indicators](#).

# Artículo

## 1 El papel de la oferta y la demanda en la recuperación de la zona del euro tras la pandemia

Roberto A. De Santis y Grigor Stoevsky

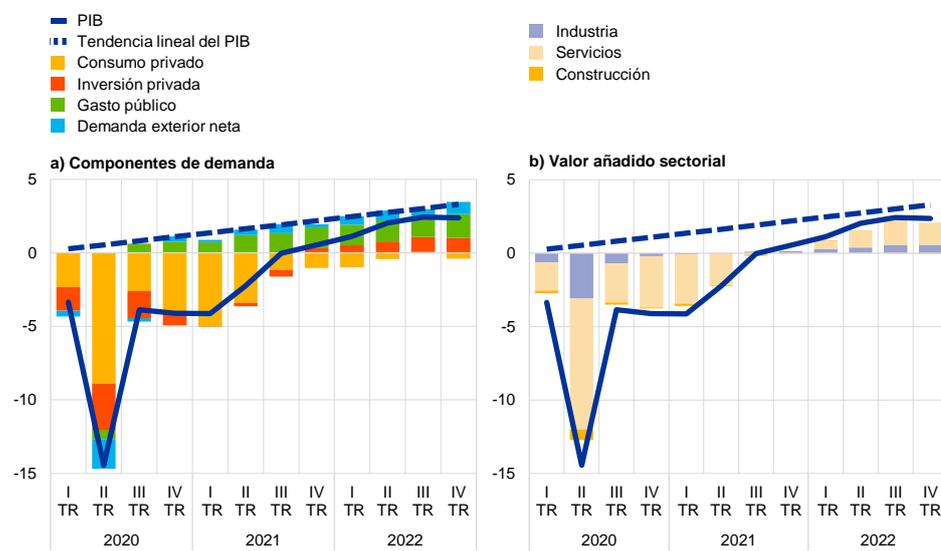
### Introducción

**En este artículo se analizan los factores que provocaron la acusada caída de la actividad económica en la zona del euro en 2020 y que determinaron la recuperación posterior.** Los confinamientos generalizados que comenzaron a imponerse en marzo de 2020 para contener la propagación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) ocasionaron interrupciones de oferta a escala mundial y reprimieron la demanda. Como resultado, el producto de la zona del euro se contrajo y el comercio internacional se desplomó. La economía de la zona del euro se recuperó con fuerza después del levantamiento en 2020 de los estrictos confinamientos iniciales, pese a las perturbaciones adversas de 2021 y 2022 asociadas a los cuellos de botella en la oferta mundial, a la crisis energética y a la incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania. El PIB de la zona del euro cayó un 6,1 % en 2020 y repuntó posteriormente un 5,3 % en 2021, con un nuevo avance del 3,5 % en 2022. Al final de 2022, el producto de la zona del euro se situaba un 2,4 % por encima de su nivel previo a la pandemia, aunque 0,9 puntos porcentuales por debajo de su tendencia lineal prepandemia extrapolada, principalmente como consecuencia del intenso apoyo público (panel a del gráfico 1). La evolución a nivel sectorial fue dispar. Los servicios se vieron afectados sobre todo por las distintas medidas de contención, que retrasaron la recuperación de la actividad en este sector en 2021 (panel b del gráfico 1). La producción de la industria y de la construcción se vio limitada también por las interrupciones en las cadenas de suministro, los *shocks* energéticos y la escasez de mano de obra, aunque la incidencia de los dos primeros factores se ha reducido recientemente de forma significativa.

## Gráfico 1

### PIB real – desglose por componentes de demanda y por valor añadido sectorial

(índice: IV TR 2019 = 0, porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La tendencia determinista anterior a la irrupción del COVID-19 se estima mediante la regresión del logaritmo del PIB real sobre una constante y una tendencia lineal a lo largo del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019. Dado que la elevada volatilidad de las transacciones con activos intangibles en Irlanda tiene un impacto desproporcionado sobre la inversión y las importaciones de la zona del euro (véase nota 2 a pie de página del artículo completo en inglés), la inversión privada de la zona del euro se representa sin la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, mientras que las importaciones se muestran excluyendo las importaciones de servicios en Irlanda. El gasto público incluye el consumo y la inversión públicos. En el panel b, la industria excluye el valor añadido de la construcción. Debido a las diferencias estadísticas entre el PIB y el valor añadido bruto total, las contribuciones de la industria, los servicios y la construcción no suman el PIB total en el panel b.

### Desde 2020, la actividad de la zona del euro ha estado determinada por tres factores exógenos fundamentales: la reapertura de la economía tras los confinamientos (respaldada por las políticas fiscales), las disrupciones de oferta a escala mundial y la guerra de Rusia en Ucrania.

Cuando los primeros confinamientos estrictos se relajaron en mayo de 2020, el producto creció de forma inmediata y la economía se reabrió en gran medida. La demanda también se recuperó parcialmente, apoyada por considerables estímulos monetarios y fiscales, si bien las medidas de contención aún vigentes y la preocupación por la salud siguieron restringiendo las posibilidades de consumo. Posteriormente, con la evolución de la pandemia, las políticas de contención variaron en todo el mundo y las medidas adoptadas en los distintos países se reforzaron o relajaron de manera no sincronizada. Esta evolución, unida a la escasez derivada de la mala asignación de contenedores a escala mundial, contribuyó a la formación inesperada y abrupta de nuevos cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Las crecientes tensiones geopolíticas en el otoño de 2021 y la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022 provocaron una escalada de los precios energéticos y agravaron las disrupciones de oferta, al tiempo que contribuyeron también a una intensificación de la incertidumbre económica con repercusiones negativas en la actividad interna.

### En este artículo se analiza la magnitud de los tres factores anteriores y los canales por los que han incidido en la demanda y en la producción.

En la sección 2 se estudian los componentes de demanda del PIB, prestando especial atención a los factores principales que determinaron la dinámica de la renta, el

ahorro, el consumo y la inversión de los hogares. En la sección 3 se presenta un análisis del lado de la producción centrado en los sectores más afectados por los cuellos de botella en la oferta y los *shocks* energéticos. En el artículo se compara también la recuperación económica posterior a la pandemia en la zona del euro y en Estados Unidos (recuadro 1), se examina el papel de la política fiscal en la configuración del ciclo económico en 2021 y en 2022 (recuadro 2), y se ofrece una valoración de la importancia relativa de las distintas perturbaciones que han caracterizado la recuperación tras la pandemia utilizando un modelo empírico estructural (recuadro 3). Aunque la política monetaria respaldó la recuperación económica en 2021-2022, el análisis pormenorizado de su impacto queda fuera del alcance de este artículo<sup>1</sup>. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**La recuperación económica posterior a la pandemia en la zona del euro ha sido sólida, gracias a la contundencia de las medidas adoptadas.** El firme apoyo de las políticas fiscal y monetaria redujo el riesgo empresarial y evitó quiebras y pérdidas de empleo generalizadas tras la irrupción de la pandemia. La resistencia del mercado laboral respaldó el poder adquisitivo de los hogares y la demanda agregada, y contribuyó a que la economía de la zona del euro capeara bien las perturbaciones de oferta extraordinariamente adversas que la han afectado en los tres últimos años.

**La recuperación económica se ha visto dificultada por los cuellos de botella en la oferta, la crisis energética y la mayor incertidumbre provocada por la guerra de Rusia en Ucrania.** Este artículo muestra que las interrupciones en las cadenas de suministro han lastrado la economía de la zona del euro, aunque estas han ido desapareciendo desde mediados de 2022. La producción de vehículos, que tiene una de las cadenas de suministro más largas de todos los sectores manufactureros, se ha visto muy afectada por estos cuellos de botella. Además, la escalada de los precios de la energía desde el otoño de 2021 ha limitado la producción, en particular la industrial, en 2022, debido a la mayor intensidad energética de las manufacturas frente a los servicios. Por último, el aumento de la incertidumbre en la zona del euro provocado por la invasión rusa de Ucrania también tuvo un impacto negativo en la actividad económica en 2022. Sin embargo, la capacidad de resistencia de la renta disponible de los hogares gracias al estímulo de las políticas y a la solidez del mercado laboral, el impulso derivado de la reapertura económica y la normalización en curso del ahorro han respaldado la recuperación de la demanda agregada. Además, las perturbaciones adversas de oferta se han disipado en buena medida recientemente. La menor preocupación por el suministro de energía y por los precios energéticos ha reducido la incertidumbre

---

<sup>1</sup> Para un análisis exhaustivo del papel de la política monetaria, véanse C. Lagarde, «[Monetary policy in the euro area](#)», Karl Otto Pöhl Lecture, conferencia organizada por la Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Frankfurt, 20 de septiembre de 2022, y P. R. Lane, «[The euro area hiking cycle: an interim assessment](#)», Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, Londres, 16 de febrero de 2023. Véase también el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

económica y mejorado la confianza de los hogares —que, no obstante, partía de niveles bajos—, lo que ha favorecido el crecimiento económico. Con todo, es probable que el endurecimiento de la política monetaria del BCE y las condiciones de financiación más estrictas que conlleva frenen el gasto en consumo de bienes duraderos y la inversión privada.

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el Portal de datos del BCE:

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

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

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

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

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

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

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

## Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,2	8,1	5,3	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	2,1	4,1	1,0	3,0	3,5	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 II TR	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-2,3	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,1	8,0
III TR	1,4	0,8	-0,1	-0,4	3,9	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,6	9,3
IV TR	0,4	0,6	0,1	0,1	0,6	-0,1	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 I TR	0,9	0,3	0,1	0,7	2,2	-0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
2022 Dic	-	-	-	-	-	-	9,4	7,2	6,5	10,5	4,0	1,8	9,2
2023 Ene	-	-	-	-	-	-	9,2	7,2	6,4	10,1	4,3	2,1	8,6
Feb	-	-	-	-	-	-	8,8	7,3	6,0	10,4	3,3	1,0	8,5
Mar	-	-	-	-	-	-	7,7	7,2	5,0	10,1	3,2	0,7	6,9
Abr	-	-	-	-	-	-	.	.	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0
May <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	4,0	.	.	0,2	6,1

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

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

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	11.514,8	11.108,5	5.954,6	2.577,8	2.527,5	1.228,4	687,8	604,5	48,7	406,3	5.208,4	4.802,1
2021	12.379,2	11.902,1	6.317,7	2.730,9	2.723,3	1.383,3	766,0	566,8	130,2	477,1	6.102,7	5.625,6
2022	13.399,0	13.190,9	7.046,9	2.883,4	3.041,5	1.560,4	845,9	627,4	219,2	208,1	7.350,8	7.142,7
2022 II TR	3.323,4	3.257,2	1.740,3	713,6	747,9	389,3	207,4	149,2	55,4	66,2	1.844,8	1.778,6
III TR	3.370,0	3.366,8	1.795,7	722,5	788,1	393,7	217,4	175,0	60,5	3,2	1.899,2	1.896,0
IV TR	3.438,3	3.368,1	1.819,0	741,1	772,0	396,5	217,5	156,1	35,9	70,2	1.889,5	1.819,3
2023 I TR	3.492,2	3.371,8	1.841,9	729,0	785,1	406,8	222,9	153,3	15,9	120,3	1.872,4	1.752,1
en porcentaje del PIB												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,6	1,6	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2022 II TR	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,0	1,5	2,5	-	-	1,8	1,8
III TR	0,4	1,8	1,3	0,0	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,2	4,1
IV TR	-0,1	-1,2	-1,0	0,8	-3,5	-0,9	-1,4	-11,5	-	-	-0,2	-2,5
2023 I TR	-0,1	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,8	-2,5	-	-	-0,1	-1,3
tasas de variación interanual												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,3	4,1	3,7	4,3	3,9	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,5	1,4	3,7	2,0	4,2	7,2	-	-	7,2	8,3
2022 II TR	4,4	4,4	5,8	1,0	3,0	2,1	2,2	6,0	-	-	8,3	8,9
III TR	2,5	4,1	2,7	0,6	7,8	1,6	8,1	23,2	-	-	7,7	11,7
IV TR	1,8	1,2	1,4	0,9	0,6	0,2	5,2	-3,8	-	-	4,6	3,4
2023 I TR	1,0	0,5	0,8	-0,9	1,9	-0,5	5,2	3,6	-	-	2,7	2,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2022 II TR	0,8	0,7	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-
III TR	0,4	1,7	0,6	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,3	-	-
IV TR	-0,1	-1,2	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	1,1	-	-
2023 I TR	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,6	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,2	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,3	0,3	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 II TR	4,4	4,3	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-
III TR	2,5	4,0	1,4	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,5	-	-
IV TR	1,8	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,7	-	-
2023 I TR	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2020	10.376,4	177,2	2.007,3	549,6	1.802,1	547,1	485,5	1.214,7	1.201,3	2.067,8	324,0	1.138,4
2021	11.094,9	189,5	2.174,9	595,3	2.004,2	589,0	501,7	1.251,0	1.289,7	2.162,3	337,3	1.284,3
2022	12.059,0	222,9	2.407,5	659,1	2.315,1	622,5	515,7	1.302,5	1.390,5	2.251,0	372,2	1.340,0
2022 II TR	2.982,0	54,8	597,9	163,3	574,5	155,2	126,3	320,3	345,6	552,3	91,9	341,4
III TR	3.035,5	57,7	599,3	165,6	592,6	155,7	129,2	325,7	350,1	564,6	95,1	334,5
IV TR	3.114,5	58,7	634,5	170,4	596,5	158,4	134,8	333,9	356,7	576,1	94,6	323,8
2023 I TR	3.170,8	59,7	654,4	179,6	602,1	161,0	137,5	342,0	361,3	577,4	95,8	321,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,3	10,8	11,5	18,7	3,1	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 II TR	0,8	0,0	0,6	-0,2	1,9	1,9	0,1	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,1
III TR	0,6	0,8	0,7	-0,9	1,0	0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,1	3,2	-2,1
IV TR	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,5	-0,3	0,2	0,1	0,3	-2,8	0,9
2023 I TR	0,2	0,9	-0,8	2,6	0,4	0,7	-1,3	0,7	0,5	0,1	1,7	-3,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,1	-5,1	-14,1	2,0	0,4	-0,7	-5,8	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,2	-0,6	7,2	3,6	7,7	7,1	3,6	1,7	6,1	3,5	3,8	6,6
2022	3,6	0,0	2,0	1,6	7,8	5,9	-0,5	1,8	4,8	1,6	12,2	2,0
2022 II TR	4,5	-0,3	2,3	2,0	11,1	7,0	-0,1	2,1	5,7	1,2	17,1	3,0
III TR	2,7	0,5	2,4	1,1	4,6	5,4	-0,8	1,3	3,9	1,3	7,6	0,3
IV TR	2,2	-0,3	2,0	-0,1	2,6	4,6	-0,9	1,1	3,1	1,9	7,2	-1,1
2023 I TR	1,5	1,4	0,5	0,9	2,0	4,3	-1,6	1,0	2,1	1,3	6,2	-3,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2022 II TR	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
III TR	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
IV TR	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 I TR	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 II TR	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,2	0,7	0,2	0,5	-
III TR	2,7	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
IV TR	2,2	0,0	0,4	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 I TR	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2020	162,755	3,5	12,964	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,047	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,484	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,811	3,1	11,340	6,8	2,7	9,082	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 II TR	167,811	3,1	11,299	6,7	2,7	9,040	5,9	2,259	14,6	5,706	6,4	5,593	7,1	3,2
III TR	167,941	3,0	11,427	6,8	2,5	9,054	5,9	2,373	15,2	5,743	6,4	5,684	7,2	3,1
IV TR	168,560	3,0	11,222	6,7	2,5	8,967	5,9	2,255	14,3	5,592	6,2	5,630	7,1	3,1
2023 I TR	.	.	11,106	6,6	.	8,833	5,8	2,273	14,1	5,522	6,3	5,584	7,0	3,1
2022 Nov	-	-	11,282	6,7	-	9,002	5,9	2,280	14,5	5,656	6,3	5,627	7,1	-
Dic	-	-	11,278	6,7	-	9,036	5,9	2,242	14,2	5,662	6,3	5,616	7,1	-
2023 Ene	-	-	11,249	6,6	-	9,007	5,9	2,242	14,2	5,663	6,3	5,586	7,0	-
Feb	-	-	11,189	6,6	-	8,961	5,8	2,228	14,1	5,630	6,3	5,559	7,0	-
Mar	-	-	11,121	6,6	-	8,907	5,8	2,214	14,0	5,613	6,2	5,508	6,9	-
Abr	-	-	11,088	6,5	-	8,882	5,8	2,206	13,9	5,605	6,2	5,483	6,9	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

### 2.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Cifra de negocio de los servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)	Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación			Combustible
		Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0

#### tasas de variación interanual

2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 I TR	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,5	12,4	-12,3
II TR	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,7	13,3	-16,2
III TR	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,0	-1,3	0,9	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
IV TR	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,1	6,2	15,3
2022 Nov	3,9	5,6	-3,4	11,1	9,9	-11,3	1,3	-2,4	-4,5	-1,9	3,6	6,1	18,2
Dic	-2,0	-1,2	-7,0	-1,5	7,0	-7,3	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	3,8	5,3	14,4
2023 Ene	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,7	-1,8	-4,7	0,0	4,9	6,8	12,1
Feb	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,1	-2,4	-4,6	-0,8	0,4	4,8	11,6
Mar	-1,4	-0,8	-4,5	-1,6	5,3	-6,7	-1,5	-3,3	-6,4	-1,7	2,6	5,6	30,8
Abr	0,2	0,9	-6,2	8,3	0,0	-7,4	.	-2,6	-4,4	-1,1	-1,8	.	19,4

#### tasas de variación intermensual (d.)

2022 Nov	1,3	1,7	0,4	0,9	1,3	-1,1	0,1	0,7	-0,6	1,1	0,8	-	3,6
Dic	-1,3	-1,9	-2,9	-0,4	-1,4	3,4	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	0,8	-	3,6
2023 Ene	0,6	0,0	1,2	0,3	-1,7	-1,1	3,7	0,9	1,8	1,0	-1,6	-	-8,6
Feb	1,4	1,2	0,8	1,8	1,2	0,8	1,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,3	-	3,3
Mar	-3,8	-5,8	-1,0	-15,2	-0,7	-1,4	-2,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,1	-	-1,6
Abr	1,0	3,7	-1,0	14,7	-2,0	1,0	.	0,0	-0,5	0,5	-2,3	-	-1,1

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

1) Incluido el comercio mayorista.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 II TR	103,9	6,7	82,4	-22,7	5,4	-5,0	12,6	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
III TR	97,1	1,8	81,9	-27,0	2,8	-6,8	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
IV TR	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 I TR	99,3	0,1	81,1	-19,6	1,3	-1,0	9,5	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 Dic	96,9	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,8	7,4	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Ene	99,6	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,9	10,2	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Feb	99,4	0,1	-	-19,0	1,6	-0,4	9,2	-	48,5	50,1	52,7	52,0
Mar	98,9	-0,7	-	-19,1	0,9	-1,8	9,0	-	47,3	50,4	55,0	53,7
Abr	99,0	-2,8	81,2	-17,5	0,9	-0,9	9,9	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
May	96,5	-5,2	-	-17,4	0,2	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto		Porcentaje del PIB		Tasas de variación interanual	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	6,6	4,6	47,7	24,2	74,4	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,5	-0,1	4,1	-2,6	5,5	4,8	46,2	24,7	81,3	3,5	-12,2	2,4
2021	17,7	95,8	1,5	3,7	18,2	8,0	8,4	49,1	26,3	79,0	4,9	8,0	3,1
2022 I TR	16,1	95,6	0,4	3,0	18,3	6,4	9,8	49,0	26,0	77,9	4,6	15,1	3,0
II TR	14,9	95,3	0,3	2,7	16,8	4,0	10,2	49,1	24,5	76,6	4,5	-5,5	3,1
III TR	14,4	94,6	-0,3	2,7	11,1	2,6	9,2	49,3	24,0	76,6	4,4	29,8	3,2
IV TR	14,0	93,1	-0,6	2,5	5,9	1,2	6,8	49,1	23,8	74,7	3,1	5,5	2,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, de la deuda y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones).
- 2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.
- 3) La tasa de beneficios es el cociente entre la renta empresarial bruta (equivalente, en general, al flujo de efectivo) y el valor añadido bruto.
- 4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 II TR	1.276,5	1.317,5	-41,0	717,0	747,3	306,5	270,6	212,5	215,4	40,5	84,2	116,2	11,7
III TR	1.327,7	1.420,6	-92,9	752,5	804,2	312,0	310,4	223,4	220,8	39,8	85,1	20,2	16,6
IV TR	1.354,1	1.370,0	-15,8	745,8	750,6	310,4	268,0	255,7	268,9	42,3	82,5	55,8	35,5
2023 I TR	1.371,5	1.297,7	73,8	772,9	690,5	325,3	293,9	234,1	239,2	39,1	74,0	31,6	30,3
2022 Oct	454,1	468,3	-14,2	249,8	259,4	105,0	91,0	85,2	91,1	14,2	26,8	10,0	4,8
Nov	456,7	459,3	-2,6	254,2	251,5	104,6	89,4	83,6	90,1	14,2	28,3	7,6	4,9
Dic	443,3	442,4	0,9	241,8	239,7	100,8	87,6	86,9	87,7	13,9	27,4	38,2	25,8
2023 Ene	459,9	441,7	18,2	256,5	243,1	108,6	95,2	80,5	80,0	14,2	23,5	11,8	13,3
Feb	453,1	428,6	24,5	255,8	228,0	108,3	95,4	75,7	80,5	13,2	24,7	6,6	4,2
Mar	458,5	427,3	31,2	260,6	219,5	108,3	103,3	77,9	78,8	11,7	25,8	13,3	12,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2023 Mar	5.329,7	5.405,7	-76,0	2.988,2	2.992,5	1.254,2	1.142,9	925,7	944,3	161,6	325,9	223,8	94,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2023 Mar	39,1	39,7	-0,6	21,9	22,0	9,2	8,4	6,8	6,9	1,2	2,4	1,6	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac-turas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2022 II TR	20,3	45,4	715,1	359,5	126,8	217,6	575,9	812,1	511,9	112,0	164,2	520,2	108,2
III TR	20,2	47,6	730,2	366,6	134,1	218,2	588,9	854,8	529,5	116,9	168,9	532,9	108,0
IV TR	14,9	20,1	738,5	363,5	140,7	222,9	604,7	795,5	479,9	113,7	169,3	515,7	97,1
2023 I TR	8,5	0,0	728,9	.	.	.	595,9	722,3	.	.	.	495,4	.
2022 Oct	18,2	31,5	247,8	123,0	45,5	73,2	204,2	275,0	165,8	39,6	57,6	177,0	34,2
Nov	17,3	21,0	250,3	123,1	48,4	74,6	203,8	265,1	160,2	38,7	56,4	173,5	32,4
Dic	9,2	8,6	240,5	117,4	46,8	75,1	196,7	255,5	153,8	35,4	55,3	165,2	30,5
2023 Ene	11,0	10,2	242,2	115,6	45,1	75,1	196,8	252,4	148,7	39,0	53,5	168,4	29,9
Feb	7,5	1,4	243,5	116,0	45,7	75,6	199,4	243,6	142,3	37,0	54,2	167,6	24,2
Mar	7,5	-9,9	243,3	.	.	.	199,7	226,2	.	.	.	159,4	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2022 II TR	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,7	121,8	124,6	120,7	123,2	143,6
III TR	2,7	14,8	106,4	104,7	105,7	114,5	106,2	124,0	121,6	123,5	121,2	123,0	140,3
IV TR	1,5	3,5	107,2	104,0	109,3	114,7	106,9	119,7	115,8	119,7	121,4	120,5	144,7
2023 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Sep	6,4	14,8	108,7	106,3	107,7	117,0	109,0	123,7	120,7	125,4	121,7	123,0	140,0
Oct	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,1	107,2	122,3	118,0	124,8	123,1	123,5	147,4
Nov	2,6	4,2	108,3	105,0	112,6	114,0	108,1	119,6	115,7	121,5	121,0	121,3	139,9
Dic	-1,1	-3,4	105,7	100,9	107,6	115,9	105,3	117,1	113,8	112,8	119,9	116,7	146,9
2023 Ene	2,8	4,1	106,1	101,8	103,4	117,1	104,9	117,7	114,5	121,6	116,7	118,3	150,4
Feb	-0,6	-0,8	106,8	101,4	104,9	119,0	106,7	116,8	113,7	116,9	117,2	118,1	141,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,8
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	-0,1
2022 II TR	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,5	9,2	0,6
III TR	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	-1,2
IV TR	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,9
2023 I TR	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,3	8,6	11,6	9,6	.	.
2022 Nov	160,8	26,9	14,4	13,1	15,2	7,6	15,4	20,1	9,3	55,5	-	-	-
Dic	162,6	24,5	13,0	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-
2023 Ene	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-
Feb	156,5	12,7	9,8	10,3	9,4	7,4	14,6	18,2	8,7	15,9	-	-	-
Mar	154,4	5,5	5,7	8,0	5,8	6,7	12,9	15,1	8,2	0,0	-	-	-
Abr	149,5	1,0	3,1	5,1	1,3	6,1	10,5	11,2	7,2	-8,9	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>		Importaciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	.	.	37,2	.	.	37,1
2022	114,5	4,6	6,8	6,8	4,2	7,7	12,4	17,4	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 II TR	113,7	4,5	6,9	6,3	3,6	8,3	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
III TR	114,9	4,5	7,4	7,5	4,6	7,5	13,4	19,4	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
IV TR	117,4	5,8	6,9	8,5	5,6	7,6	9,7	12,4	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 I TR	119,3	6,2	5,4	8,1	4,1	6,4	5,4	3,7	75,8	-9,8	-3,8	-15,1	-10,2	-4,5	-16,4
2022 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,1	1,4	-8,9	-5,2	-0,2	-10,4
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,4	-0,5	-13,4	-7,8	-1,4	-14,7
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-16,9	-11,1	-22,1	-16,8	-10,9	-23,2
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-18,2	-12,8	-23,1	-17,8	-12,1	-24,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-18,0	-15,3	-20,7	-17,6	-14,4	-21,7

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

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

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

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 II TR	56,4	57,2	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
III TR	46,1	54,2	27,5	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
IV TR	40,2	51,6	28,9	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 I TR	23,8	43,8	26,2	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 Dic	36,8	48,5	27,8	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Ene	30,6	46,0	28,6	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Feb	22,9	43,7	26,1	25,9	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
Mar	17,8	41,8	23,8	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
Abr	11,6	35,4	19,9	15,5	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
May	6,6	30,9	18,9	12,7	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1

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

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2016 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,4	0,9	1,1	1,5	1,3
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,9
2022 II TR	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,6
III TR	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	3,0
IV TR	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	3,1
2023 I TR	.	.	.	.	.	.	4,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2020	110,2	4,5	-0,9	2,0	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,9	6,2	16,6
2021	110,4	0,1	3,1	-2,8	4,4	-1,6	2,9	0,6	4,2	1,0	0,7	0,2
2022	113,8	3,1	3,9	2,8	5,2	1,7	3,0	4,2	4,7	3,3	3,5	-3,8
2022 II TR	112,6	2,6	4,7	3,1	4,8	1,0	1,7	4,4	4,5	2,6	3,0	-6,7
III TR	114,0	3,1	3,2	1,4	5,3	2,0	3,8	3,9	6,3	3,4	3,7	-1,8
IV TR	116,3	4,5	4,7	2,3	6,8	4,3	3,6	4,9	4,1	5,1	4,7	-1,5
2023 I TR	118,9	5,8	3,9	6,3	4,7	6,6	4,7	7,4	4,9	6,4	3,9	-0,1
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,4	4,5	4,7	5,5	5,3	3,1	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	116,0	4,3	4,6	3,5	3,7	6,0	3,2	3,6	3,5	5,0	3,6	6,3
2022 II TR	115,0	4,3	4,6	4,1	3,4	7,1	2,7	3,9	3,8	4,8	2,7	7,3
III TR	116,4	3,8	4,8	2,6	3,3	4,5	3,0	3,3	3,5	4,8	3,6	4,8
IV TR	118,3	4,8	5,5	3,4	4,6	5,2	3,6	3,5	1,8	6,0	5,4	4,5
2023 I TR	120,1	5,2	6,7	5,5	4,1	6,3	4,4	4,4	3,3	6,4	4,0	5,2
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,3	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,8	-3,7	-15,2
2021	100,8	3,8	-0,7	7,4	0,3	7,2	2,3	2,4	0,7	3,1	1,4	2,8
2022	101,9	1,1	0,7	0,7	-1,5	4,2	0,2	-0,6	-1,2	1,7	0,1	10,5
2022 II TR	102,1	1,6	-0,2	0,9	-1,3	6,1	1,0	-0,5	-0,7	2,1	-0,3	15,0
III TR	102,1	0,6	1,5	1,1	-1,9	2,5	-0,8	-0,6	-2,7	1,3	-0,1	6,7
IV TR	101,7	0,3	0,8	1,0	-2,1	0,9	0,0	-1,3	-2,2	0,8	0,6	6,2
2023 I TR	101,1	-0,6	2,6	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-2,8	-1,5	0,0	0,1	5,3
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	2,8	1,6	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	118,0	3,2	5,4	3,8	3,9	1,7	3,4	3,7	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 II TR	116,6	3,4	6,4	4,9	5,3	1,6	3,8	5,0	3,1	4,1	4,5	3,4
III TR	118,2	2,9	4,8	2,0	3,0	2,6	2,3	2,3	3,0	3,1	3,8	3,9
IV TR	120,5	4,2	6,5	3,0	3,3	3,7	3,6	3,0	1,3	5,1	5,7	3,3
2023 I TR	122,1	4,8	5,3	5,2	4,0	5,4	4,7	4,3	4,0	5,8	4,0	4,5
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2020	104,6	2,0	3,5	1,3	1,1	0,4	3,9	2,5	4,6	2,6	-0,6	-6,6
2021	104,5	-0,1	-0,7	2,5	-5,1	0,9	-0,2	0,7	-4,8	-1,2	0,3	-1,9
2022	104,5	0,0	1,5	1,0	-1,6	0,3	0,2	-0,4	-2,9	0,7	0,9	5,9
2022 II TR	104,4	0,7	1,6	1,9	-0,7	1,2	1,7	0,8	-2,8	1,7	1,4	9,7
III TR	104,7	-0,1	1,6	0,5	-2,1	1,2	-1,8	-1,1	-3,4	0,0	0,1	5,0
IV TR	104,3	-0,4	0,8	0,7	-3,0	-0,4	-0,3	-2,1	-2,5	-0,2	0,8	4,2
2023 I TR	103,6	-0,9	1,7	-1,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,0	-0,5	-0,3	0,1	4,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 Nov	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	3,72	-0,07
Dic	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 Ene	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
Feb	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
Mar	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
Abr	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 Nov	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01
Dic	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Ene	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41
Feb	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
Mar	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
Abr	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 Nov	414,2	3.840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3.917,5	27.903,3
Dic	418,3	3.884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3.912,4	27.214,7
2023 Ene	439,8	4.092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3.960,7	26.606,3
Feb	455,8	4.238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4.079,7	27.509,1
Mar	448,5	4.201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3.968,6	27.693,2
Abr	460,9	4.358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4.121,5	28.275,8
May	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5

Fuente: Refinitiv.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descu- biertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empre- sarios indi- viduals y socieda- des sin perso- nalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de finan- ciación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 May	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,88	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
Jun	0,00	0,45	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,16	2,51	1,69	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Jul	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,75	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
Ago	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,68	5,92	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sep	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Oct	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
Nov	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dic	0,07	0,80	1,40	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,07	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Ene	0,10	0,86	1,58	2,08	6,34	15,98	7,44	6,97	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar	0,15	1,21	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Abr <sup>(p)</sup>	0,18	1,24	2,26	2,41	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,89	4,03	3,81	3,51	3,13	3,76	3,44

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descu- biertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de finan- ciación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 May	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
Jun	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,84	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Jul	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
Ago	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,30	1,55	1,88	2,22	1,87
Sep	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Oct	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
Dic	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Ene	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
Mar	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,31	3,88	4,22
Abr <sup>(p)</sup>	0,44	2,79	3,06	4,39	4,86	4,73	4,89	4,60	4,58	3,93	4,32	4,37	3,67	4,38

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central	Sociedades financieras distintas de IFM			FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central		
													1	2
<b>Corto plazo</b>														
2020	1.489,2	429,7	127,0	52,6	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.412,4	427,9	132,1	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,8	48,0	47,8	133,9	97,2
2022 Dic	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	428,3	162,7	137,8	61,3	43,5	84,2	71,1
2023 Ene	1.378,9	513,0	135,2	48,5	89,5	641,2	594,2	512,1	221,6	108,2	40,3	50,2	132,1	112,5
Feb	1.367,1	526,3	137,9	51,2	89,6	613,4	569,4	495,0	224,5	98,8	35,3	48,9	122,8	96,2
Mar	1.414,4	533,6	135,9	50,6	90,2	654,6	603,5	583,3	239,6	122,3	38,7	53,1	168,3	131,1
Abr	1.443,1	560,6	133,5	47,5	96,6	652,5	603,5	510,8	218,8	100,6	31,9	60,2	131,2	103,2
May	1.438,5	577,8	130,1	47,1	92,5	638,2	604,1	504,4	241,6	112,7	35,0	46,8	103,3	90,2
<b>Largo plazo</b>														
2020	19.289,9	4.075,4	3.104,9	1.261,8	1.549,3	10.560,4	9.773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.927,5	4.182,7	3.388,2	1.343,2	1.599,1	10.757,4	9.936,5	316,6	67,6	84,3	34,2	22,9	141,8	128,3
2022	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	298,9	78,4	73,8	28,9	16,1	130,6	121,1
2022 Dic	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	196,8	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2023 Ene	18.273,4	4.085,8	3.298,7	1.319,6	1.417,0	9.471,9	8.746,8	377,5	153,5	46,0	10,1	26,5	151,4	135,6
Feb	18.188,3	4.082,2	3.300,9	1.323,6	1.407,0	9.398,2	8.675,3	354,3	99,1	54,0	12,8	18,2	182,9	165,8
Mar	18.407,6	4.106,0	3.289,1	1.319,4	1.405,1	9.607,4	8.872,3	332,4	82,5	69,8	28,9	15,5	164,7	152,2
Abr	18.405,2	4.116,8	3.287,6	1.315,8	1.408,6	9.592,2	8.872,3	311,4	73,9	74,9	22,1	16,5	146,0	140,1
May	18.571,5	4.187,1	3.345,9	1.350,4	1.418,0	9.620,5	8.903,5	363,1	98,8	95,1	52,2	27,7	141,5	133,2

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central					
							1				
<b>Saldo vivo</b>											
2020	20.779,1	4.505,1	3.231,9	1.314,3	1.645,6	11.396,5	10.495,7	8.518,5	473,6	1.318,5	6.725,5
2021	21.339,9	4.610,6	3.520,3	1.393,3	1.686,9	11.522,1	10.611,3	10.415,2	599,8	1.553,9	8.260,5
2022	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2
2022 Dic	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2
2023 Ene	19.652,4	4.598,8	3.434,0	1.368,1	1.506,4	10.113,1	9.341,0	9.528,6	595,9	1.460,2	7.471,9
Feb	19.555,5	4.608,5	3.438,8	1.374,8	1.496,5	10.011,6	9.244,6	9.660,3	630,0	1.486,2	7.543,6
Mar	19.822,0	4.639,6	3.425,0	1.370,1	1.495,4	10.262,0	9.475,8	9.681,3	558,5	1.439,5	7.682,8
Abr	19.848,3	4.677,3	3.421,1	1.363,3	1.505,2	10.244,7	9.475,7	9.692,5	566,2	1.432,3	7.693,5
May	20.010,0	4.764,9	3.476,0	1.397,5	1.510,4	10.258,7	9.507,6	9.454,9	545,2	1.391,9	7.517,3
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2022 Oct.	3,3	4,6	4,5	1,1	0,5	2,8	3,3	0,3	-1,4	2,3	0,1
Nov	3,8	5,4	5,2	1,3	0,2	3,2	3,7	0,1	-1,5	1,8	-0,1
Dic	3,6	4,8	4,5	-0,3	0,6	3,2	3,8	0,2	-1,8	1,6	0,0
2023 Ene	3,9	7,1	3,7	-0,5	0,4	3,1	3,7	0,1	-2,2	1,0	0,1
Feb	4,0	7,8	2,7	-1,1	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,4	1,1	0,2
Mar	3,6	7,0	2,0	-2,1	-0,4	3,4	4,0	0,1	-2,4	0,9	0,2
Abr	4,2	8,0	1,2	-2,9	0,4	4,0	4,8	-0,1	-2,2	0,9	-0,1
May	4,3	9,1	2,1	0,0	0,2	3,6	4,5	0,0	-2,6	0,9	0,0

Fuente: BCE.

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	TCE-18						TCE-41		
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,7	119,5	93,9	
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,0	120,9	94,3	
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,3	81,4	116,8	90,8	
2022 II TR	95,6	90,3	93,2	83,4	66,6	81,1	116,5	90,2	
III TR	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,8	114,5	88,9	
IV TR	95,9	91,8	94,6	84,5	65,3	81,8	117,3	91,7	
2023 I TR	97,4	92,6	96,4	.	.	.	120,2	93,1	
2022 Dic	97,0	92,3	95,4	-	-	-	119,2	92,6	
2023 Ene	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9	
Feb	97,3	92,6	96,4	-	-	-	120,1	93,1	
Mar	97,5	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3	
Abr	98,6	93,6	97,9	-	-	-	122,3	94,5	
May	98,1	92,9	97,7	-	-	-	121,7	93,6	
				<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>					
2023 May	-0,4	-0,8	-0,2	-	-	-	-0,5	-0,9	
				<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>					
2023 May	2,7	2,8	4,7	-	-	-	4,6	3,9	

Fuente: BCE.

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

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142	
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183	
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053	
2022 II TR	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065	
III TR	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007	
IV TR	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021	
2023 I TR	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073	
2022 Dic	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059	
2023 Ene	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077	
Feb	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	4,9087	11,172	0,990	1,072	
Mar	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071	
Abr	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097	
May	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087	
				<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2023 May	0,5	0,7	0,0	-0,8	1,6	-2,1	-1,2	0,2	0,3	-1,0	-0,9	
				<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2023 May	7,2	-4,7	0,1	-3,1	9,3	-2,5	2,4	0,0	8,3	-5,8	2,7	

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2022 I TR	34.374,4	34.199,6	174,9	11.998,6	9.931,6	12.335,5	13.992,7	-56,4	6.850,8	8.131,4	1.102,0	16.351,9
II TR	34.621,2	34.203,6	417,6	12.364,3	10.175,0	11.510,6	13.097,5	-18,1	7.032,8	8.320,5	1.120,9	16.445,2
III TR	35.380,7	34.905,8	474,9	12.679,9	10.483,3	11.188,1	12.779,6	-6,0	7.144,4	8.402,9	1.134,3	16.561,5
IV TR	33.589,3	33.324,0	265,3	12.067,9	9.891,1	11.100,5	12.722,1	20,6	6.580,7	8.003,8	1.112,6	15.755,2
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2022 IV TR	250,7	248,7	2,0	90,1	73,8	82,8	94,9	0,2	49,1	59,7	8,3	117,6
<b>Transacciones</b>												
2022 II TR	-32,9	-62,0	29,0	64,0	-47,2	-126,8	-86,5	28,8	-1,2	71,7	2,3	-
III TR	2,4	55,2	-52,8	68,0	86,7	-184,0	-8,3	43,9	67,1	-23,3	7,4	-
IV TR	-639,0	-686,4	47,3	-377,9	-398,7	93,6	108,4	-8,3	-355,4	-396,1	9,1	-
2023 I TR	436,4	350,6	85,8	66,8	31,1	36,5	148,0	26,8	324,8	171,6	-18,5	-
2022 Oct	-30,2	-47,0	16,8	-122,5	-120,9	1,4	21,2	0,8	86,2	52,7	3,9	-
Nov	-32,8	-3,0	-29,8	7,4	4,5	39,3	93,5	0,0	-80,0	-101,0	0,5	-
Dic	-576,1	-636,4	60,3	-262,8	-282,3	52,9	-6,3	-9,1	-361,6	-347,8	4,6	-
2023 Ene	231,5	218,6	12,9	-2,1	16,0	50,6	40,4	9,8	181,8	162,1	-8,6	-
Feb	75,9	79,0	-3,2	43,5	6,8	7,7	48,0	11,0	25,0	24,3	-11,4	-
Mar	129,1	53,0	76,1	25,4	8,3	-21,8	59,5	6,0	117,9	-14,8	1,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2023 Mar	-233,1	-342,6	109,5	-179,1	-328,1	-180,7	161,7	91,2	35,2	-176,1	0,3	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2023 Mar	-1,7	-2,5	0,8	-1,3	-2,4	-1,3	1,2	0,7	0,3	-1,3	0,0	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	8	9	10	11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario						
1	2	3	4	5	6							
Saldos vivos												
2020	1.363,7	8.876,3	10.240,0	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.716,1	101,8	627,0	4,4	733,1	14.449,2
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,2	21,5	786,7	15.462,9
2022	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2022 II TR	1.528,0	10.051,8	11.579,7	972,9	2.530,6	3.503,5	15.083,2	115,9	609,1	64,6	789,7	15.872,9
III TR	1.538,2	10.177,5	11.715,7	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.444,1	120,4	598,0	48,8	767,3	16.211,4
IV TR	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 I TR	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
2022 Nov	1.541,3	9.908,0	11.449,2	1.328,0	2.551,5	3.879,4	15.328,7	138,8	638,8	38,3	815,9	16.144,6
Dic	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 Ene	1.540,7	9.729,3	11.270,0	1.458,2	2.560,6	4.018,8	15.288,8	133,8	634,5	49,8	818,2	16.107,0
Feb	1.539,6	9.593,3	11.132,9	1.544,7	2.557,5	4.102,2	15.235,2	124,2	651,9	80,8	856,9	16.092,1
Mar	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
Abr <sup>(p)</sup>	1.536,8	9.375,5	10.912,3	1.704,6	2.537,5	4.242,0	15.154,3	105,8	687,4	84,9	878,2	16.032,4
Operaciones												
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,2	131,7	1.567,4
2021	107,4	898,7	1.006,0	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,5	67,3	427,3	56,7	484,1	551,3	3,7	3,0	77,9	84,7	636,0
2022 II TR	7,6	111,4	118,9	30,6	10,5	41,1	160,0	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,4
III TR	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,7	30,3	340,7
IV TR	0,3	-360,9	-360,6	212,5	13,9	226,4	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2023 I TR	4,3	-377,3	-373,1	261,1	-11,8	249,3	-123,8	-20,6	31,2	49,5	60,1	-63,7
2022 Nov	-0,1	-99,5	-99,6	79,0	-4,6	74,4	-25,1	14,6	16,2	16,8	47,6	22,5
Dic	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,4	-45,1	-14,8	11,1	10,6	6,9	-38,2
2023 Ene	0,9	-99,5	-98,6	74,9	-0,9	74,0	-24,6	9,9	-15,5	4,5	-1,1	-25,8
Feb	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,7	36,1	-22,6
Mar	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	16,3	25,1	-15,3
Abr <sup>(p)</sup>	-7,3	-67,5	-74,8	59,0	-12,2	46,8	-28,0	2,8	6,2	-8,1	0,9	-27,2
Tasas de crecimiento												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,3	371,3	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2022 II TR	7,8	7,2	7,3	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,2	115,6	2,9	5,8
III TR	6,5	5,5	5,7	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,3
IV TR	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 I TR	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
2022 Nov	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	239,8	8,3	4,8
Dic	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Ene	3,8	-1,5	-0,8	49,6	2,1	15,2	2,9	2,6	5,7	245,3	13,4	3,4
Feb	2,9	-3,5	-2,7	59,1	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,6	459,9	21,0	2,9
Mar	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
Abr <sup>(p)</sup>	1,0	-6,1	-5,2	73,5	0,8	21,1	0,9	-10,0	14,9	344,6	21,9	1,9

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.090,4	235,3	497,3
2021	3.231,5	2.807,0	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.228,4	227,8	546,3
2022	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2022 II TR	3.312,2	2.866,1	304,4	131,0	10,8	8.255,4	5.540,2	354,0	2.360,5	0,7	1.301,9	231,3	570,3
III TR	3.368,1	2.837,4	388,3	133,7	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.490,5	243,9	551,9
IV TR	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 I TR	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
2022 Nov	3.393,4	2.764,9	488,3	132,1	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.345,6	250,5	557,7
Dic	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 Ene	3.375,9	2.697,2	536,6	134,6	7,4	8.439,1	5.563,9	485,3	2.389,1	0,8	1.271,1	237,0	558,9
Feb	3.380,1	2.663,2	573,2	134,5	9,2	8.419,4	5.511,0	521,9	2.385,8	0,7	1.223,4	225,0	571,9
Mar	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
Abr <sup>(p)</sup>	3.337,1	2.572,1	623,2	131,6	10,1	8.376,6	5.398,8	608,0	2.368,9	0,9	1.222,2	227,0	560,5
<b>Operaciones</b>													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	138,6	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,5	7,6	14,7
2022 II TR	15,3	1,8	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	49,8	-0,6	16,5
III TR	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	150,3	11,4	-18,5
IV TR	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,3	-7,4	8,4
2023 I TR	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-95,5	-2,1	12,7
2022 Nov	8,3	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,7	-3,9	0,7
Dic	-24,8	-35,2	9,4	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,3	-14,9	2,4
2023 Ene	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-28,0	1,0	-2,4
Feb	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
Mar	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
Abr <sup>(p)</sup>	-3,8	-27,7	23,0	-0,9	1,8	-13,9	-44,1	40,0	-9,7	-0,1	22,8	-4,4	-18,6
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,9	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,0	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2022 II TR	6,1	6,8	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,0	2,7	16,0
III TR	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
IV TR	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 I TR	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2022 Nov	5,4	-0,8	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,4	8,7	6,9
Dic	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Ene	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,7	2,2	-3,1	-0,5	-0,1	3,4
Feb	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,9	1,8	-25,6	-5,1	-2,9	4,7
Mar	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
Abr <sup>(p)</sup>	1,2	-10,1	108,2	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,6	0,9	-7,0	-4,1	1,0	-1,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1
2022	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2022 II TR	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.182,4	12.790,2	12.928,3	5.020,2	6.553,3	1.053,1	163,6	1.561,3	830,9
III TR	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.421,7	13.051,1	13.186,1	5.165,6	6.613,7	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
IV TR	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 I TR	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
2022 Nov	6.423,3	994,6	5.403,7	15.441,4	13.043,0	13.193,2	5.162,9	6.632,2	1.098,1	149,7	1.561,1	837,4
Dic	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 Ene	6.379,3	996,3	5.358,1	15.422,7	13.028,2	13.200,3	5.141,3	6.655,4	1.084,4	147,0	1.557,9	836,6
Feb	6.347,5	997,3	5.325,3	15.417,3	13.023,1	13.190,5	5.140,1	6.660,0	1.074,4	148,6	1.548,5	845,7
Mar	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
Abr <sup>(p)</sup>	6.316,0	981,7	5.309,2	15.433,0	13.007,6	13.182,1	5.124,2	6.666,7	1.072,1	144,6	1.565,0	860,4
Operaciones												
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	678,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
2022 II TR	68,6	-0,9	69,5	211,5	230,2	238,7	100,7	84,5	34,8	10,3	-13,9	-4,8
III TR	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,8	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
IV TR	44,4	4,1	39,7	3,4	-31,7	10,0	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 I TR	-80,3	-19,8	-60,3	-5,8	7,0	3,7	-2,6	14,1	3,4	-7,8	-20,8	7,9
2022 Nov	7,7	-2,0	9,0	38,4	17,0	32,8	-18,0	13,0	31,5	-9,5	19,5	1,9
Dic	25,3	12,1	13,3	-30,1	-45,4	-20,9	-25,1	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,5
2023 Ene	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,8	1,6	1,5	9,3	0,6	-15,2	-1,2
Feb	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-8,1	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
Mar	-24,9	-3,2	-21,7	6,7	2,0	4,1	-1,9	8,2	5,7	-10,0	2,7	2,0
Abr <sup>(p)</sup>	-37,6	-13,9	-23,8	19,7	-3,0	6,9	-4,6	2,0	-6,5	6,2	12,7	10,0
Tasas de crecimiento												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 II TR	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,3	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
III TR	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0
IV TR	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 I TR	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2022 Nov	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,3	7,2	4,0	12,4	-6,4	2,8	-0,9
Dic	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Ene	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	1,0	-0,7
Feb	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
Mar	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
Abr <sup>(p)</sup>	-0,9	-2,9	-0,5	2,5	3,0	3,3	3,8	2,6	3,5	-9,5	-1,2	3,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
		Préstamos ajustados <sup>4)</sup>					Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2022 II TR	5.020,2	4.995,6	949,8	1.028,1	3.042,2	6.553,3	6.742,9	709,0	5.139,2	705,1
III TR	5.165,6	5.136,5	1.008,0	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.802,4	714,0	5.195,4	704,2
IV TR	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 I TR	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
2022 Nov	5.162,9	5.142,9	993,0	1.071,2	3.098,7	6.632,2	6.826,4	716,9	5.211,3	704,0
Dic	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 Ene	5.141,3	5.135,0	955,0	1.086,3	3.100,0	6.655,4	6.860,0	720,1	5.223,1	712,3
Feb	5.140,1	5.132,1	945,3	1.092,0	3.102,9	6.660,0	6.864,1	721,7	5.228,3	710,0
Mar	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
Abr <sup>(p)</sup>	5.124,2	5.122,5	929,9	1.094,2	3.100,1	6.666,7	6.866,6	725,2	5.237,4	704,2
<b>Operaciones</b>										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	306,7	78,5	77,6	112,5	242,3	249,4	22,7	218,5	1,1
2022 II TR	100,7	106,5	40,5	22,4	37,7	84,5	74,0	7,4	75,9	1,2
III TR	139,1	139,4	55,4	39,9	43,8	58,7	59,4	4,9	55,6	-1,8
IV TR	-17,4	6,2	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 I TR	-2,6	3,5	-20,8	10,8	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2022 Nov	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
Dic	-25,1	-12,3	-24,9	10,2	-10,3	4,2	6,2	1,5	4,7	-1,9
2023 Ene	1,6	-0,5	-7,9	3,0	6,4	1,5	10,3	0,0	2,1	-0,7
Feb	-2,3	-1,8	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
Mar	-1,9	5,8	-2,5	2,2	-1,6	8,2	5,3	2,6	7,5	-2,0
Abr <sup>(p)</sup>	-4,6	-1,8	-9,2	2,1	2,5	2,0	1,8	2,1	1,7	-1,9
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 II TR	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
III TR	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
IV TR	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 I TR	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2022 Nov	7,2	8,3	14,1	9,8	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dic	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Ene	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,1
Feb	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
Mar	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Abr <sup>(p)</sup>	3,8	4,6	1,6	8,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos vivos</b>										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.372,0	394,3	128,5	136,8
2022	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2022 II TR	757,5	6.789,1	1.843,9	30,6	2.008,5	2.906,0	1.313,6	420,6	166,5	157,3
III TR	642,5	6.764,5	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,6	1.318,8	518,2	148,0	146,7
IV TR	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 I TR	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
2022 Nov	692,2	6.777,9	1.788,3	30,9	2.109,6	2.849,2	1.316,0	434,1	161,2	170,6
Dic	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Ene	564,5	6.842,3	1.784,4	32,5	2.158,3	2.867,1	1.350,7	361,0	155,5	157,0
Feb	553,6	6.818,9	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,3	363,4	154,6	159,6
Mar	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
Abr <sup>(p)</sup>	586,5	6.902,4	1.807,4	35,9	2.163,7	2.895,5	1.436,0	336,3	153,3	161,9
<b>Operaciones</b>										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-59,7	117,3	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-116,4	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,9	-89,8	-5,2	14,7	112,2	-65,9	-153,8	10,5	17,9
2022 II TR	17,2	12,5	-8,0	-4,2	-16,0	40,7	-61,1	-3,0	7,2	-7,1
III TR	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-26,3	55,9	-18,6	-10,6
IV TR	40,8	64,5	-15,2	0,3	57,9	21,5	52,2	-72,9	-10,2	1,0
2023 I TR	-110,1	85,1	8,3	4,0	63,8	8,9	72,7	-75,3	15,0	18,9
2022 Nov	15,4	39,0	2,0	0,1	33,2	3,7	18,9	11,9	16,9	14,5
Dic	-8,5	35,4	-5,4	0,1	12,1	28,6	24,7	-31,1	-23,4	-22,9
2023 Ene	-125,1	45,6	0,2	1,6	48,4	-4,5	1,8	-46,0	17,7	9,4
Feb	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,1	8,3	-18,5	-0,2	3,0
Mar	26,2	22,7	8,0	1,1	9,2	4,3	62,6	-10,8	-2,5	6,5
Abr <sup>(p)</sup>	6,4	18,4	15,4	0,9	-0,9	3,1	16,1	-0,6	1,2	-4,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 II TR	12,2	-0,3	-3,0	-21,5	-1,5	2,7	-	-	26,0	21,7
III TR	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
IV TR	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 I TR	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2022 Nov	-2,8	-0,1	-4,4	-15,8	-0,7	3,2	-	-	11,3	18,5
Dic	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Ene	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
Feb	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
Mar	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
Abr <sup>(p)</sup>	-23,9	2,3	-2,3	4,0	4,8	3,2	-	-	-16,0	-5,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

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

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 I TR	47,2	46,5	13,3	13,2	15,1	0,8	51,5	46,5	10,1	5,9	1,5	23,7	5,0
II TR	47,4	46,6	13,5	13,2	15,0	0,8	50,6	45,7	10,0	5,9	1,5	23,3	4,9
III TR	47,4	46,7	13,7	13,2	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
IV TR	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	23,0	5,1

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

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

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

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

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 I TR	-4,7	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,5	-5,2	-1,7	-8,3	-0,3
II TR	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
III TR	-3,7	-2,2	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
IV TR	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
Deuda pública										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 I TR	109,0	67,9	17,2	53,1	189,4	117,4	114,6	76,0	151,4	102,0
II TR	108,5	67,7	16,8	51,2	183,0	116,1	113,1	73,2	149,3	95,4
III TR	106,5	67,0	15,9	49,1	175,8	115,6	113,4	70,4	145,9	91,4
IV TR	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 I TR	-5,3	-0,1	0,8	-7,7	-1,4	-3,8	-1,7	-3,7	-4,6	-1,9
II TR	-4,4	0,8	1,0	-6,5	0,1	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,2
III TR	-4,1	0,8	0,8	-5,7	0,3	-2,5	1,0	-3,0	-2,8	-0,9
IV TR	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,1	-0,9
Deuda pública										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 I TR	41,8	39,8	22,6	56,1	50,9	83,4	124,6	74,6	61,6	72,5
II TR	41,7	39,6	25,3	53,8	51,0	82,6	123,1	73,5	60,3	72,8
III TR	40,0	37,3	24,6	52,9	49,1	81,3	119,9	72,4	58,6	72,0
IV TR	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	58,8	73,0

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2023

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 14 de junio de 2023.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-23-010-ES-N (edición electrónica)