



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2/2023



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	10
2 Actividad económica	19
3 Precios y costes	27
4 Evolución de los mercados financieros	36
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	42
6 Evolución de las finanzas públicas	50
Recuadros	54
1 ¿Qué determina los efectos de contagio de las perturbaciones de política monetaria estadounidense a las economías emergentes?	54
2 La evolución de los precios del petróleo y los flujos de petróleo ruso desde el embargo de la UE y el tope a los precios del G-7	60
3 <i>Friend-shoring</i> de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos	68
4 Las cadenas globales de valor y la pandemia: el impacto de los cuellos de botella en la oferta	78
5 ¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos	85
6 Resultados de la prueba de resistencia sobre riesgo climático de 2022 del balance del Eurosistema	92
7 Análisis retrospectivo (<i>backcasting</i>) de los tipos de interés reales y de las expectativas de inflación: combinación de indicadores de mercado y datos históricos para las variables relacionadas	97
8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 2 de noviembre de 2022 y el 7 de febrero de 2023	103
9 Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación	110
Artículo	116
1 Política fiscal e inflación elevada	116
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

Se prevé que la inflación seguirá siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, el 16 de marzo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. El elevado nivel de incertidumbre refuerza la importancia de un enfoque dependiente de los datos para las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés, que estarán determinadas por su valoración de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno también anunció que estaba haciendo un atento seguimiento de las actuales tensiones en los mercados. Está preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. El Consejo de Gobierno señaló que el sector bancario de la zona del euro tenía capacidad de resistencia y posiciones de capital y de liquidez sólidas. En todo caso, el BCE cuenta con todos los instrumentos de política monetaria necesarios para suministrar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro si fuera necesario y preservar la transmisión fluida de la política monetaria.

Las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros. En consecuencia, estas tensiones añaden incertidumbre en torno a las evaluaciones del escenario de referencia para la inflación y el crecimiento. Antes de estos recientes acontecimientos, la senda de referencia para la inflación general ya se había revisado a la baja, debido principalmente a una contribución de los precios de la energía menor de lo esperado anteriormente. Los expertos del BCE prevén ahora que la inflación se situará, en promedio, en el 5,3 % en 2023, el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo fuertes. La inflación excluidos la energía y los alimentos continuó aumentando en febrero y los expertos del BCE esperan que se sitúe en una media del 4,6 % en 2023, por encima de lo estimado en las proyecciones de diciembre. Posteriormente, descendería hasta el 2,5 % en 2024 y el 2,2 % en 2025, en un contexto de desaparición gradual de las presiones al alza debidas a las perturbaciones de oferta anteriores y a la reapertura de la economía, y en el que el endurecimiento de la política monetaria frena cada vez más la demanda.

Las proyecciones de referencia para el crecimiento en 2023 se han revisado al alza hasta una media del 1,0 % como resultado tanto del descenso de los precios de la

energía como de la mayor capacidad de resistencia de la economía ante el difícil entorno internacional. Los expertos del BCE esperan que el crecimiento repunte posteriormente en mayor medida, hasta situarse en el 1,6 %, tanto en 2024 como en 2025, respaldado por la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de la confianza y la recuperación de las rentas reales. Al mismo tiempo, el repunte del crecimiento en 2024 y 2025 es más débil de lo estimado en las proyecciones de diciembre debido a la orientación más restrictiva de la política monetaria.

Actividad económica

La actividad económica mundial siguió siendo débil en torno al cambio de año, pero las perspectivas a corto plazo han mejorado, impulsadas por la reapertura de la economía china y por la persistente capacidad de resistencia de los mercados de trabajo en las economías avanzadas. La disminución de las restricciones de oferta continúa respaldando el comercio internacional y, pese a la reducción de la inflación general, se mantiene la intensidad de las presiones inflacionistas subyacentes. En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 incluidas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023 se han revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2022. Aunque la reapertura de la economía china sustentará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo relativamente débil, con tasas de crecimiento que todavía se sitúan por debajo de las medias históricas durante todo el horizonte de proyección (2023-2025). Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Se observan señales crecientes de que la inflación mundial medida por los precios de consumo (IPC) ya alcanzó su máximo en 2022, pero la economía mundial sigue sujeta a fuertes presiones inflacionistas. La desinflación se está viendo estimulada por la reducción de las disrupciones de oferta, la bajada de los precios de la energía y el endurecimiento sincronizado de la política monetaria en todo el mundo. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, especialmente en las principales economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas y que el proceso de desinflación será gradual.

La economía de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2022, evitando así la contracción esperada anteriormente. No obstante, la demanda interna privada descendió de forma acusada. La elevada inflación, la incertidumbre existente y el endurecimiento de las condiciones de financiación afectaron al consumo privado y a la inversión, que cayeron un 0,9 % y un 3,6 % respectivamente. De acuerdo con el escenario de referencia, se estima que la economía se recuperará durante los próximos trimestres. La producción industrial debería repuntar a medida que sigan mejorando las condiciones de oferta, continúe recuperándose la confianza y las empresas reduzcan las abultadas carteras de pedidos pendientes. La subida de los salarios y el descenso de los precios de la energía compensarán, en parte, la pérdida de poder adquisitivo que muchos hogares están experimentando como

consecuencia de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. Por otra parte, el mercado de trabajo sigue siendo sólido, a pesar del debilitamiento de la actividad económica. El empleo aumentó un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022 y la tasa de desempleo se mantuvo en su mínimo histórico del 6,6 % en enero de 2023.

En un contexto de mayor seguridad en relación con el suministro de energía, los precios energéticos se han reducido significativamente, la confianza ha mejorado y la actividad debería recuperarse ligeramente a corto plazo. El descenso de los precios de la energía está proporcionando cierto alivio en los costes, especialmente para los sectores intensivos en energía, y los cuellos de botella en la oferta a escala mundial se han disipado en gran medida. Se espera que el mercado de la energía continúe reequilibrándose y que las rentas reales mejoren. Dado que la demanda externa también se ha reforzado, y siempre que se atenúen las actuales tensiones en los mercados financieros, el crecimiento del producto debería repuntar a mediados de 2023, respaldado por la fortaleza del mercado de trabajo. No obstante, la normalización en curso de la política monetaria del BCE y las nuevas subidas de tipos esperadas por los mercados se trasladarán cada vez más a la economía real, con efectos moderadores adicionales derivados del reciente endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito. Ello, unido a la retirada gradual del apoyo fiscal y a la persistencia de algunas preocupaciones sobre los riesgos para el suministro de energía el próximo invierno, afectará al crecimiento económico a medio plazo. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice hasta el 1,0 % en 2023 (desde el 3,6 % de 2022) y que repunte hasta el 1,6 % en 2024 y 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023, debido a un efecto de arrastre resultante de la evolución mejor de lo esperado en el segundo semestre de 2022 y a la mejora de las perspectivas a corto plazo. Para 2024 y 2025, dichas perspectivas se han revisado a la baja en 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente, en un contexto en el que el endurecimiento de las condiciones de financiación y la reciente apreciación del euro compensan con creces los efectos positivos del descenso de la inflación sobre la renta y la confianza.

De acuerdo con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro mejorarán durante el horizonte de proyección. Tras el significativo descenso estimado para 2022, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro siga disminuyendo ligeramente en 2023 y de forma más significativa en 2024 (hasta el 2,4 % del PIB), y que permanezca sin variación en 2025. La reducción del saldo presupuestario al final del horizonte de proyección en comparación con 2022 se explica por la mejora tanto del saldo primario ajustado de ciclo como del componente cíclico, mientras que los pagos por intereses aumentarían gradualmente en porcentaje del PIB 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 algo por debajo del 87 % 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 los niveles anteriores a la pandemia. En comparación con las proyecciones de diciembre, la trayectoria del saldo presupuestario se ha revisado al alza para el período 2023-2025, aunque solo levemente en la parte final del horizonte de proyección, mientras que la previsión de pagos por intereses se ha incrementado para el período 2024-2025. La ratio de deuda se ha revisado a la baja, lo que refleja sobre todo la mejora prevista en la trayectoria del saldo primario.

Las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas que no se ajusten a estos principios aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Asimismo, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y de acuerdo con las orientaciones de la Comisión Europea del 8 de marzo de 2023, las políticas fiscales deben estar dirigidas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A tal fin, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Inflación

La inflación descendió hasta el 8,5 % en febrero. Esta disminución se debió a una nueva y acusada caída de los precios de la energía. En cambio, la inflación de los alimentos siguió aumentando, hasta situarse en el 15,0 %, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos para la producción de alimentos continuó transmitiéndose a los precios de consumo.

Asimismo, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo intensas. La inflación excluidos la energía y los alimentos aumentó hasta el 5,6 % en febrero y otros indicadores de la inflación subyacente también se mantuvieron elevados. La inflación de los bienes industriales no energéticos se incrementó hasta el 6,8 % en febrero, debido principalmente a los efectos retardados de los cuellos de botella en la oferta y los elevados precios de la energía observados anteriormente. La inflación de los servicios, que aumentó hasta el 4,8 % en febrero, también se está viendo impulsada aún por la transmisión gradual de las anteriores subidas de los costes de la energía, por la demanda embalsada tras la reapertura de la economía y por el alza de los salarios.

Las presiones salariales se han intensificado debido a la solidez de los mercados de trabajo y a las demandas de los trabajadores para recuperar parte del poder

adquisitivo perdido como consecuencia de la alta inflación. Asimismo, muchas empresas lograron aumentar sus márgenes de beneficio en sectores que afrontaban una oferta restringida y un repunte de la demanda. Paralelamente, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo, especialmente dada la reciente volatilidad de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

El fuerte ajuste en los mercados de la energía se ha traducido en una disminución significativa de las presiones sobre los precios, y ahora se espera que la inflación caiga a un ritmo más rápido. La inflación de la energía, que alcanzó un máximo superior al 40 % en el pasado otoño, debería tornarse negativa en el segundo semestre de 2023, debido al descenso de los precios de las materias primas por debajo de los niveles observados por última vez antes de la invasión rusa de Ucrania, a fuertes efectos de base y a la apreciación del tipo de cambio del euro. Las perspectivas más favorables de los precios de las materias primas energéticas implican que las medidas fiscales deberían desempeñar un papel algo menor en la bajada de los precios de la energía en 2023 y, con su retirada, se espera ahora un repunte más contenido de la inflación de la energía en 2024.

Se prevé que las tasas de inflación de otros componentes del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) comiencen a revertir algo más adelante, ya que las presiones latentes relacionadas con la transmisión de los costes —especialmente para la inflación de los alimentos— y los efectos de anteriores cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía seguirán estando presentes a corto plazo. Se espera que la inflación general caiga por debajo del 3,0 % a finales de 2023, se estabilice en el 2,9 % en 2024, y que posteriormente se modere hasta alcanzar el objetivo de inflación del 2,0 % en el tercer trimestre de 2025, situándose, en promedio, en el 2,1 % para el conjunto del año. A diferencia de la inflación general, la inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será, en promedio, más elevada en 2023 que en 2022, como reflejo de los efectos retardados relacionados con los efectos indirectos derivados de los elevados precios de la energía y de la fuerte depreciación del euro observados anteriormente, que prevalecerán a corto plazo. Los efectos sobre la inflación subyacente de los últimos descensos de los precios de la energía y la reciente apreciación del euro no se dejarán sentir hasta más adelante en el horizonte de las proyecciones. La bajada esperada de la inflación a medio plazo también refleja el impacto gradual de la normalización de la política monetaria. No obstante, considerando las tensiones observadas en los mercados de trabajo y los efectos de la compensación por inflación, se espera que los salarios crezcan a tasas muy superiores a las medias históricas y que, al final del horizonte temporal considerado, se sitúen en términos reales en niveles próximos a los del primer trimestre de 2022. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2022, la inflación medida por el IAPC general se ha revisado a la baja para todo el horizonte de proyección (en 1,0 puntos porcentuales para 2023, 0,5 puntos porcentuales para 2024 y 0,2 puntos porcentuales para 2025). La considerable corrección a la baja para 2023 se debe a importantes sorpresas a la baja del componente energético en los últimos meses y a unos supuestos de precios de la energía mucho más bajos, que se ven compensados, en parte, por sorpresas al alza en los datos de la inflación medida

por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Para 2024 y 2025, las revisiones a la baja están relacionadas con un impacto menor en el componente energético como consecuencia de la retirada de las medidas fiscales, una desaparición más acusada de los efectos indirectos y una transmisión cada vez mayor de la reciente apreciación del euro.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico apuntan a la baja. Unas tensiones persistentemente elevadas en los mercados financieros podrían endurecer las condiciones crediticias generales mucho más de lo esperado y erosionar la confianza. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo sigue siendo un importante riesgo a la baja para la economía y podría volver a presionar al alza los costes de la energía y de los alimentos. Un debilitamiento de la economía mundial mayor de lo previsto también podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro. No obstante, las empresas podrían adaptarse con más rapidez al difícil entorno internacional, lo que, junto con la disipación gradual de la perturbación energética, respaldaría un crecimiento mayor de lo esperado actualmente.

Entre los riesgos al alza para la inflación, las actuales presiones latentes aún podrían dar lugar a subidas de los precios minoristas más acusadas de lo esperado a corto plazo. Factores internos como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. Entre los riesgos a la baja para la inflación, unas tensiones persistentemente elevadas en los mercados financieros podrían acelerar la desinflación. Asimismo, el descenso de los precios de la energía podría hacer que las presiones procedentes de la inflación subyacente y los salarios disminuyan. Un debilitamiento de la demanda, también como resultado de una desaceleración del crédito bancario o de una transmisión de la política monetaria más intensa de lo proyectado, contribuiría asimismo a un descenso de las presiones inflacionistas mayor de lo que se espera actualmente, en especial a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se incrementaron considerablemente en las semanas siguientes a la reunión del Consejo de Gobierno de febrero. Sin embargo, este incremento se revirtió en gran medida con anterioridad a la reunión de marzo en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros. El crédito bancario a las empresas de la zona del euro se ha encarecido. El crédito a las empresas ha seguido debilitándose, debido al descenso de la demanda y a unas condiciones de oferta de crédito más restrictivas. Los costes de financiación de los hogares también han aumentado, particularmente como resultado de las subidas de los tipos

hipotecarios. Este aumento de los costes de financiación y el consiguiente descenso de la demanda, unidos al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, han dado lugar a una nueva desaceleración del crecimiento de los préstamos a los hogares. En este entorno de mayor debilidad de la dinámica crediticia, el crecimiento del dinero se ha ralentizado de forma acusada, determinado por sus componentes más líquidos.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 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 aumentarán hasta el 3,50 %, 3,75 % y 3,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 22 de marzo de 2023.

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos (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 mm de euros mensuales hasta el final de junio de 2023 y su ritmo posterior se determinará más adelante. 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 están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Conclusión

En síntesis, se prevé que la inflación seguirá siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. Por consiguiente, en su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.

El elevado nivel de incertidumbre refuerza la importancia de un enfoque dependiente de los datos para las decisiones sobre los tipos de interés, que estarán

determinadas por la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial siguió siendo débil en torno al cambio de año, pero las perspectivas a corto plazo han mejorado, favorecidas por la reapertura de la economía china y por unos mercados de trabajo que todavía muestran capacidad de resistencia en las economías avanzadas. La disminución de las restricciones de oferta continúa respaldando el comercio internacional y, pese a que la inflación general está descendiendo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo intensas. En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023 se han revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022. Aunque la reapertura de la economía china impulsará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo relativamente débil, con unas tasas de crecimiento que permanecen por debajo de las medias históricas durante todo el horizonte de proyección (2023-2025). Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Se observan señales crecientes de que la inflación global medida por el índice de precios de consumo (IPC) ya alcanzó un máximo en 2022, pero la economía mundial sigue sujeta a fuertes presiones inflacionistas. La desinflación se está viendo apoyada por la reducción de las disrupciones de oferta, la bajada de los precios de la energía y el endurecimiento sincronizado de la política monetaria en todo el mundo. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, especialmente en las principales economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas.

Los altos niveles de inflación, el endurecimiento de la política monetaria y las disrupciones de oferta derivadas de la pandemia en China frenaron el crecimiento mundial en torno al cambio de año.

Estos factores, junto con la elevada incertidumbre geopolítica relacionada con la guerra en Ucrania y la persistencia de los riesgos de abastecimiento en los mercados internacionales de materias primas energéticas y alimenticias, lastraron la actividad económica. Según las estimaciones, el crecimiento del PIB real mundial descendió de forma acusada, hasta el 0,4 %, en el cuarto trimestre de 2022¹. Aunque esta evolución fue acorde, en general, con lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, se ha visto influenciada por dos fuerzas contrapuestas. En primer lugar, la brusca retirada de las medidas sanitarias de contención en China provocó un incremento pronunciado de las tasas de contagio por COVID-19, lo que a corto plazo apunta a una actividad económica mucho más débil de lo previsto anteriormente. En segundo lugar, el crecimiento del PIB real en Estados Unidos fue mayor de lo anticipado, debido a una importante contribución positiva de la

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

demanda exterior neta y de las existencias, aunque la demanda interna siguió moderándose.

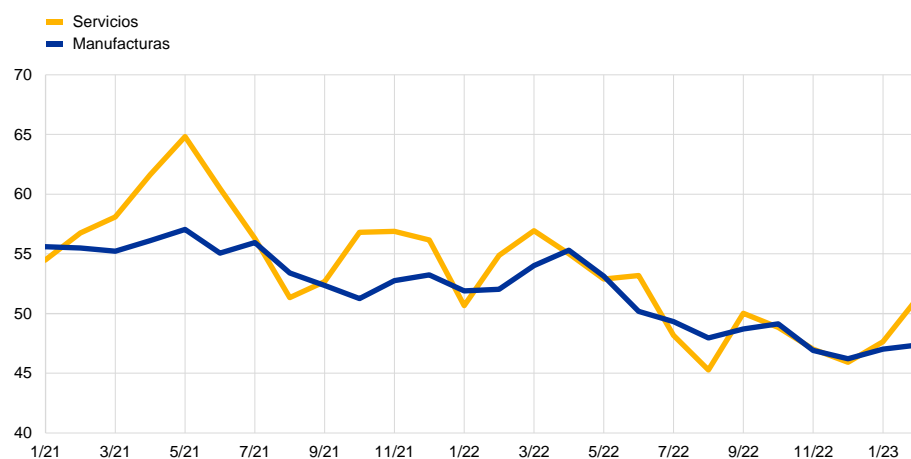
Se espera que el PIB real mundial crezca en el primer trimestre de 2023, pero continúa siendo débil. Este crecimiento refleja el hecho de que las disrupciones recientes en China relacionadas con la pandemia ya parecen estar remitiendo y que la evolución de los mercados de trabajo de las economías avanzadas sigue siendo sólida. También es acorde con las indicaciones procedentes de las últimas encuestas a directores de compras (PMI), que apuntan a una mejora de la actividad económica. En las economías avanzadas, la producción de los servicios se ha incrementado recientemente en paralelo a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, mientras que la de las manufacturas permanece en terreno contractivo (panel a del gráfico 1). En China, la recuperación de las disrupciones recientes relacionadas con la pandemia avanza por buen camino, y la producción de las manufacturas y de los servicios repuntó con rapidez en febrero, por lo que los datos agregados de las economías emergentes han mejorado (panel b del gráfico 1).

Gráfico 1

PMI de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

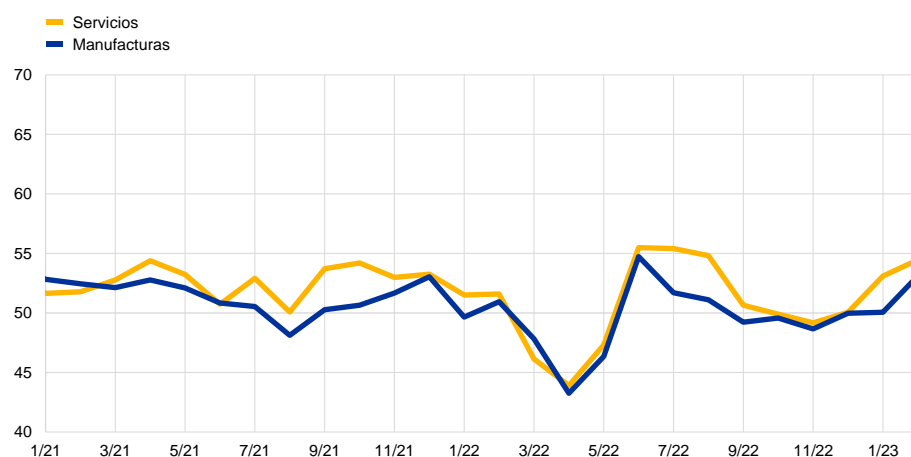
a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



b) Economías emergentes

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

Las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado al alza para 2023 y 2024. Aunque la reapertura económica de China sustentará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo endeble, con unas tasas de crecimiento todavía por debajo de las medias históricas durante el horizonte de proyección. De acuerdo con las proyecciones de marzo de 2023, el ritmo de avance del PIB real mundial será del 3 % en 2023, ligeramente inferior a la tasa de crecimiento del 3,3 % estimada para 2022, y aumentará de manera muy gradual hasta el 3,2 % en 2024 y el 3,3 % en 2025. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2022, las previsiones se han revisado al alza para 2023 (en 0,4 puntos porcentuales) y 2024 (en 0,1 puntos porcentuales), pero no se han modificado para 2025. Un factor determinante de las revisiones es la mejora de las perspectivas de China, ya que se espera que las disrupciones derivadas de la pandemia que se produjeron en torno al cambio de año allanen el camino para un repunte más rápido más avanzado el año, dado que la economía china estará menos constreñida por el

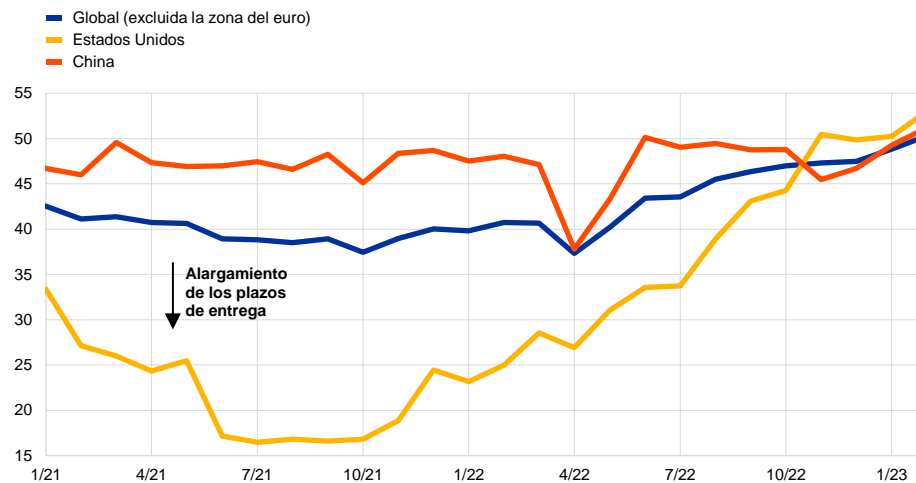
riesgo de nuevos confinamientos. El crecimiento del PIB real en Estados Unidos también se ha revisado al alza en un contexto de continuada fortaleza del mercado de trabajo. En las economías avanzadas se prevé que el PIB real siga creciendo a un ritmo relativamente contenido en 2023, en línea, en general, con las proyecciones de diciembre de 2022, y se espera que posteriormente se recupere solo de manera paulatina. En las economías emergentes se prevén unas tasas de crecimiento estables, en términos generales, de alrededor del 4 % durante todo el horizonte de proyección.

Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Estas previsiones siguen a un crecimiento negativo en el cuarto trimestre de 2022, período en el que se estima que el comercio mundial se contrajo como consecuencia del retroceso de los intercambios comerciales de bienes en las economías avanzadas y en las emergentes. Desde entonces se han observado señales incipientes de estabilización en niveles reducidos. El PMI global de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas permanece en terreno contractivo, pero mejoró tanto en enero como en febrero de 2023. Además, las restricciones de oferta a escala global han remitido de forma significativa y los plazos de entrega de los proveedores se han acortado, lo que indica que el impacto sobre las cadenas globales de suministro derivado de las disrupciones relacionadas con la pandemia en China fue relativamente limitado y breve (gráfico 2). De acuerdo con las proyecciones de marzo de 2023, este año, el crecimiento del comercio mundial será menos dinámico que el del PIB real mundial, reflejo de que ha seguido atenuándose el efecto de la disminución de los cuellos de botella en la oferta que contribuyó al fuerte avance del comercio en 2022. A medida que los patrones de consumo se normalicen, en especial en las economías avanzadas, y vuelvan a rotar de los bienes a los servicios, los flujos comerciales internacionales podrían verse afectados negativamente. Según las proyecciones, el comercio mundial crecerá un 2,5 % en 2023 —un ritmo relativamente contenido en comparación con las medias históricas— y un 3,4 % en 2024 y 2025, básicamente en línea con la expansión del PIB real mundial. Se espera que la demanda exterior de la zona del euro siga una trayectoria similar. Las proyecciones de marzo de 2023 apuntan a que dicha demanda aumentará un 2,1 % en 2023, y que posteriormente avanzará hasta situarse en el 3,1 % en 2024 y en el 3,3 % en 2025. Las proyecciones relativas al comercio mundial y a la demanda exterior de la zona del euro se han revisado al alza para 2023, debido, en parte, a unos datos mejores de lo previsto en el tercer trimestre de 2022, que se tradujeron en importantes efectos de arrastre estadístico.

Gráfico 2

PMI de plazos de entrega de los proveedores

(índice)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

Las presiones inflacionistas en la economía mundial siguen siendo elevadas.

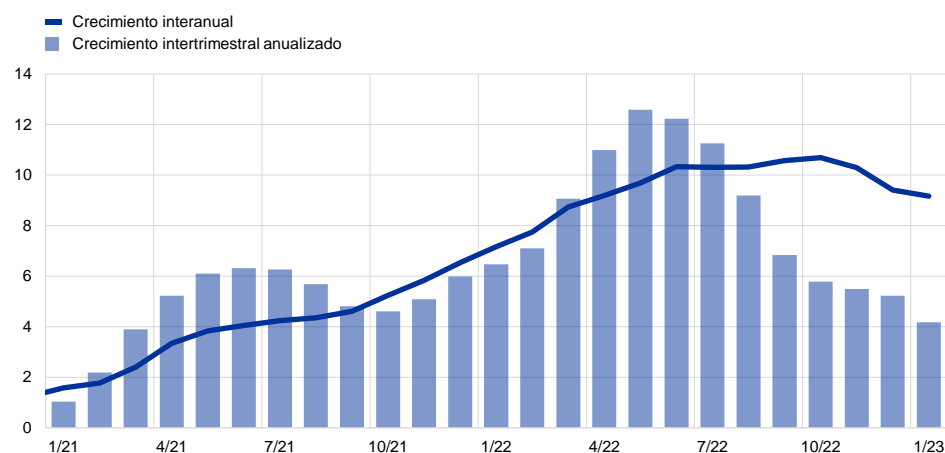
La inflación global medida por el IPC ha estado descendiendo desde el máximo alcanzado en el verano de 2022, debido a la disminución de las disrupciones de oferta, a la bajada de los precios de la energía y al endurecimiento sincronizado de la política monetaria. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, en especial en las economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes son intensas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general interanual medida por el IPC se redujo ligeramente hasta el 9,2 % en enero de 2023, frente al 9,4 % registrado el mes anterior, y su ritmo de avance se está ralentizando de manera acusada como consecuencia de la caída de los precios de la energía (panel a del gráfico 3). En cambio, la inflación subyacente (que excluye los componentes de energía y alimentos) medida por el IPC se mantuvo invariable en el 7,2 % durante ese período y, aunque ha perdido algo de impulso, permanece en un nivel relativamente elevado, lo que apunta a que las presiones inflacionistas son de naturaleza más persistente (panel b del gráfico 3). La senda prevista para los precios de exportación de los competidores de la zona del euro también refleja esta narrativa y se ha revisado ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre de 2022.

Gráfico 3

Inflación medida por el índice de precios de consumo en la OCDE

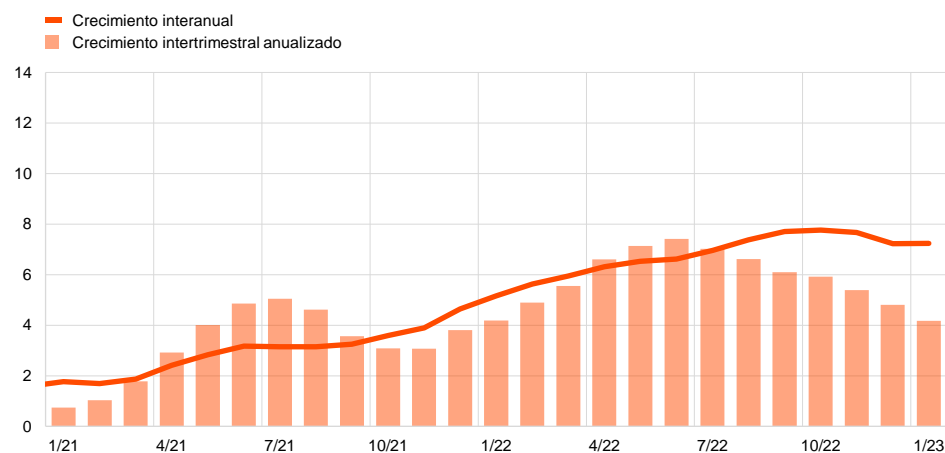
a) General

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



b) Subyacente

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La inflación subyacente medida por el IPC excluye los componentes de energía y alimentos. Las trayectorias de la inflación interanual, tanto general como subyacente, medida por el IPC y sus respectivos ritmos de avance serían similares incluso si excluyera a Turquía (donde la inflación se mantiene en elevadas tasas de dos dígitos) del agregado de la OCDE. En los países de la OCDE, excluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 7,5 % y el 5,7 %, respectivamente, en enero de 2023, frente al 7,6 % y el 5,6 % de diciembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

Los precios mundiales del petróleo han disminuido y los precios europeos del gas han caído de forma acusada, aunque permanecen muy por encima de los niveles anteriores a la guerra de Rusia y Ucrania. El éxito de la sustitución de las importaciones de gas ruso por importaciones de gas natural licuado llevada a cabo a lo largo de 2022 contribuyó a la acumulación de existencias de gas en Europa antes del invierno, y sus niveles también se han mantenido elevados, debido a la menor demanda como resultado de un invierno muy suave y a las eficaces medidas de ahorro de gas. Asimismo, gracias a las elevadas existencias de gas actuales, Europa se encuentra en una posición mejor que el año pasado de cara al próximo invierno. No obstante, persisten los riesgos al alza para los precios del gas, debido a la posibilidad de que: i) la demanda china de importaciones de gas natural licuado sea mayor de lo esperado en la actualidad, y ii) Rusia interrumpa el suministro

restante de gas a Europa más avanzado el año. Con respecto al petróleo, la bajada de los precios refleja la mayor debilidad de la demanda global y la creciente preocupación acerca de la demanda futura de esta materia prima a raíz de las tensiones registradas en los mercados financieros con origen en el sector bancario estadounidense. También refleja el efecto de las últimas sanciones impuestas a Rusia sobre la oferta mundial de crudo, que hasta ahora ha sido relativamente limitado y que se ha visto compensado solo en parte con el impacto de la reapertura económica de China. Además, dicha oferta se ha visto impulsada por el aumento de la producción en Kazajistán y Nigeria. Sin embargo, subsisten los riesgos al alza para los precios internacionales del petróleo, debido a la posibilidad de una reducción del suministro de crudo de Rusia, pese a que este país sigue trasladando sus exportaciones, de Europa a China y a la India. Rusia respondió a las sanciones anunciando un recorte del 5 % de su producción de petróleo.

La percepción global del riesgo sigue siendo volátil. Esta volatilidad ha vuelto a aumentar más recientemente en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros desencadenadas por las quiebras bancarias en Estados Unidos. Inicialmente, los mercados financieros internacionales, y en particular las valoraciones bursátiles, se vieron impulsados por el optimismo generado por la reapertura de la economía china, la moderación de los precios de la energía y los signos incipientes de disminución de las presiones inflacionistas. Con todo, más recientemente han mostrado una evolución heterogénea, dadas las señales de que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial continúan siendo intensas, debido a la persistente fortaleza de los mercados de trabajo y el elevado crecimiento de los salarios. Esto ha llevado a que los participantes en los mercados revisen sus expectativas sobre las actuaciones de política monetaria en las principales economías avanzadas, lo que también está afectando a la percepción global del riesgo.

En Estados Unidos se prevé una ralentización de la actividad económica en la primera mitad del año, mientras que es probable que el proceso de desinflación sea más gradual de lo esperado. En el cuarto trimestre de 2022, el PIB real creció un 0,8 %, en tasa intertrimestral, impulsado por la fuerte inversión en existencias, mientras que la demanda interna continuó moderándose. Indicadores recientes apuntan a un crecimiento modesto del gasto en consumo, reflejo, en cierta medida, del endurecimiento de las condiciones financieras el año pasado. Además, la actividad en el sector de la vivienda sigue debilitándose, en gran parte como consecuencia del incremento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Los niveles más elevados de los tipos de interés y el crecimiento más lento de la producción también parecen estar afectando a la inversión empresarial en capital fijo. De cara al futuro, la desaceleración continuada de la demanda interna apunta a un crecimiento débil en la primera mitad del año, pese a la moderación de la inflación y a la solidez del mercado de trabajo. A pesar de la ralentización del crecimiento, el mercado laboral sigue muy tensionado y se observan pocas señales de moderación de las tensiones, al tiempo que el avance de los salarios nominales todavía es elevado, lo que respalda la opinión de que la inflación en este país podría ser más persistente de lo previsto. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 6 % en febrero de 2023, debido a la bajada de los

precios de los alimentos y la energía, mientras que la inflación subyacente interanual medida por el IPC cayó ligeramente hasta el 5,5 %. Aunque las tensiones en los mercados financieros desencadenadas por las quiebras bancarias podrían suponer un lastre adicional para el crecimiento de la economía estadounidense, su impacto sigue siendo muy incierto.

En China, la recuperación de las disrupciones relacionadas con la pandemia que se produjeron recientemente avanza por buen camino.

El crecimiento intertrimestral del PIB real no experimentó variaciones en el cuarto trimestre de 2022, tras la repentina decisión de las autoridades de renunciar a la estrategia dinámica de COVID cero, que al principio ocasionó un aumento acusado de las tasas de contagio por COVID-19. No obstante, mientras la ola de contagios sigue remitiendo, se espera que la actividad económica repunte ya en el primer trimestre de 2023, y que cobre más intensidad a partir del segundo trimestre a medida que disminuyan las restricciones relacionadas con la pandemia. Esta previsión se ve respaldada por el fuerte incremento de la movilidad y la congestión en las grandes ciudades, si bien, por el momento, la recuperación de otros indicadores que realizan un seguimiento de la actividad económica, como los relativos a los precios del carbón y a la calidad del aire, ha sido más moderada. El turismo internacional chino también estaría repuntando. Mientras tanto, el sector inmobiliario solo está experimentando una ligera recuperación, debido a que la pandemia y la persistencia de percepciones negativas de la viabilidad de los promotores inmobiliarios privados generaron un prolongado efecto sobre la confianza en relación con las compras de importe elevado. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado al alza para 2023 y se esperan tasas medias de avance cercanas al objetivo de crecimiento «en torno al 5 %» anunciado recientemente por el Gobierno. Las presiones inflacionistas en este país continúan siendo moderadas y no se espera que aumenten de forma significativa a medida que la economía se reabra.

En Japón, el crecimiento del PIB real se mantuvo estancado en el cuarto trimestre de 2022 en un contexto de debilidad relativa de la demanda interna.

Esta evolución fue peor de lo previsto, ya que en general se esperaba una recuperación más dinámica, dada la contracción del crecimiento en el tercer trimestre. De acuerdo con las proyecciones, la actividad económica aumentará gradualmente en 2023, respaldada por la demanda embalsada, la reapertura económica de China y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal. En enero, la inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 4,3 %. A corto plazo se prevé que la inflación se modere, debido a unos efectos de base favorables derivados de la subida de los precios de la energía y los alimentos el año pasado, así como a la prórroga de las subvenciones a la energía por parte del Gobierno.

En el Reino Unido se espera que la actividad económica continúe siendo débil en la primera mitad de 2023.

Después de que la economía evitara por poco una recesión técnica a finales del año pasado, el ritmo de crecimiento fue negativo en torno al cambio de año. Esta evolución, junto con la debilidad de los datos de los indicadores coyunturales, sugiere que el crecimiento podría volver a ser negativo en el primer trimestre, ya que dichos indicadores apuntan a una prolongada falta de

dinamismo del crecimiento y que los hogares continúan afrontando descensos de los salarios reales y unas condiciones financieras más restrictivas. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta el 10,1 % en enero, reflejo de la bajada de los precios de los combustibles, y la subyacente mostró señales incipientes de moderación, gracias a la caída de la tasa de variación de los precios de los servicios de hostelería. Sin embargo, como el mercado de trabajo sigue tensionado y los salarios están creciendo con fuerza, también se espera que las presiones inflacionistas en la economía británica sean más persistentes, pese a la frágil evolución del crecimiento.

2 Actividad económica

En 2022, el PIB real de la zona del euro creció un 3,5 % y al final del año se situaba un 2,4 % por encima del nivel previo a la pandemia. Sin embargo, este resultado oculta una ralentización significativa de la actividad en el segundo semestre de 2022, reflejo de la desaparición gradual del efecto de los factores que habían respaldado la economía anteriormente en el año, sobre todo del acusado repunte de la demanda de servicios intensivos en contacto tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Además, la escalada de los precios de la energía tuvo un impacto negativo sobre el gasto y la producción. La actividad económica de la zona del euro se estancó en el último trimestre de 2022, como resultado de factores contrapuestos. Mientras que la demanda exterior neta tuvo un efecto positivo en el crecimiento, todos los componentes de la demanda interna privada se contrajeron en un contexto de caída de la renta real disponible, incertidumbre persistente y condiciones de financiación más restrictivas. Se espera que la economía de la zona del euro comenzara a situarse en una senda de recuperación progresiva a principios de 2023, dado que los datos de las encuestas más recientes apuntan a un cierto aumento de la actividad y de la confianza. La mayor seguridad del suministro de energía, la reducción sustancial de los precios energéticos, la disminución de los problemas en las cadenas de suministro y el apoyo público deberían seguir proporcionando cierto alivio a los hogares y a los sectores en los próximos trimestres. A medio plazo, la fortaleza del mercado de trabajo, la mejora de la confianza y la recuperación de las rentas reales deberían contribuir a un repunte del crecimiento del PIB de la zona del euro, si bien se espera que el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación tenga un efecto moderador en la actividad.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023. Se espera que el crecimiento anual del PIB real se ralentice hasta el 1 % en 2023 y que repunte hasta el 1,6 % en 2024 y 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, las perspectivas se han revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023, y a la baja en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, respectivamente. Como las proyecciones se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre adicional.

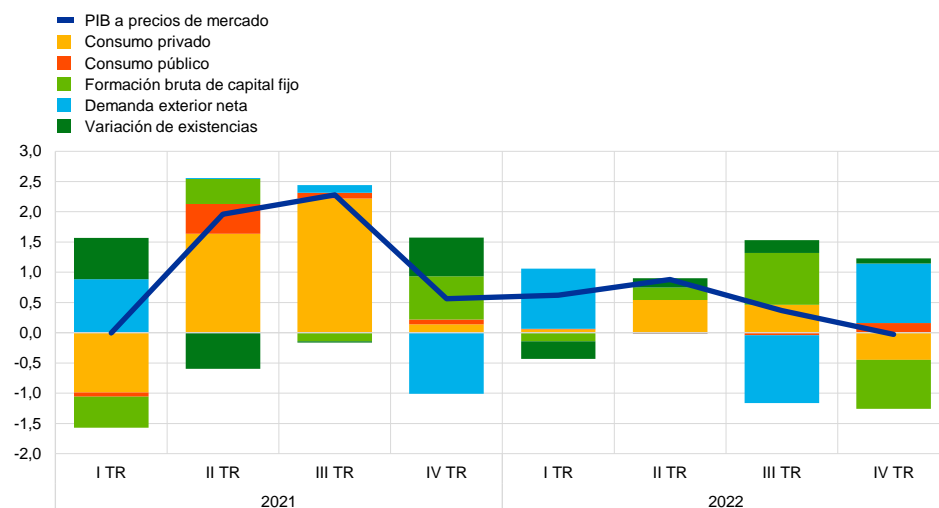
La actividad de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2022. La desagregación del gasto muestra una importante contribución negativa de la demanda interna, con una caída notable tanto del consumo privado como de la inversión (gráfico 4). Sin embargo, esta evolución se vio contrarrestada por la aportación positiva de la demanda exterior neta debida a la atonía de las exportaciones y a la disminución de las importaciones. Aunque la dinámica de la inversión y de las importaciones en el último trimestre de 2022 se vio afectada por la volatilidad observada en Irlanda, la contracción de la demanda interna privada sugiere un dinamismo muy débil del crecimiento subyacente al final del año. Este

último resultado trimestral hizo que el avance anual del PIB real de la zona del euro fuera del 3,5 % en 2022, con un efecto arrastre estimado del 0,4 % sobre el crecimiento en 2023, ligeramente por debajo de la media histórica.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

Se espera que el crecimiento del PIB de la zona del euro pase a ser ligeramente positivo en el primer trimestre de 2023, y los indicadores económicos más recientes muestran señales ambivalentes.

Los datos de las encuestas más recientes sugieren que la economía de la zona del euro puede haber crecido levemente en el primer trimestre del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro volvió a aumentar en febrero hasta alcanzar el nivel más alto de los nueve últimos meses y ahora se encuentra prácticamente en línea con su media de largo plazo. Este repunte obedeció en gran medida a la actividad de los servicios (panel a del gráfico 5). La persistente fortaleza de la actividad de los servicios intensivos en contacto a principios de 2023 apunta a algunos efectos aún presentes de la reapertura de la economía. El índice de producción de las manufacturas se situó por encima de 50 en febrero, lo que señala crecimiento por primera vez desde mayo de 2022. El sector manufacturero se benefició de la disminución de los problemas en las cadenas de suministro, como refleja el descenso acusado del indicador de plazos de entrega de los proveedores observado en febrero. No obstante, la fragilidad de las condiciones de demanda siguió lastrando la producción de las manufacturas, que recientemente se ha sustentado sobre todo en la cartera de pedidos pendientes.

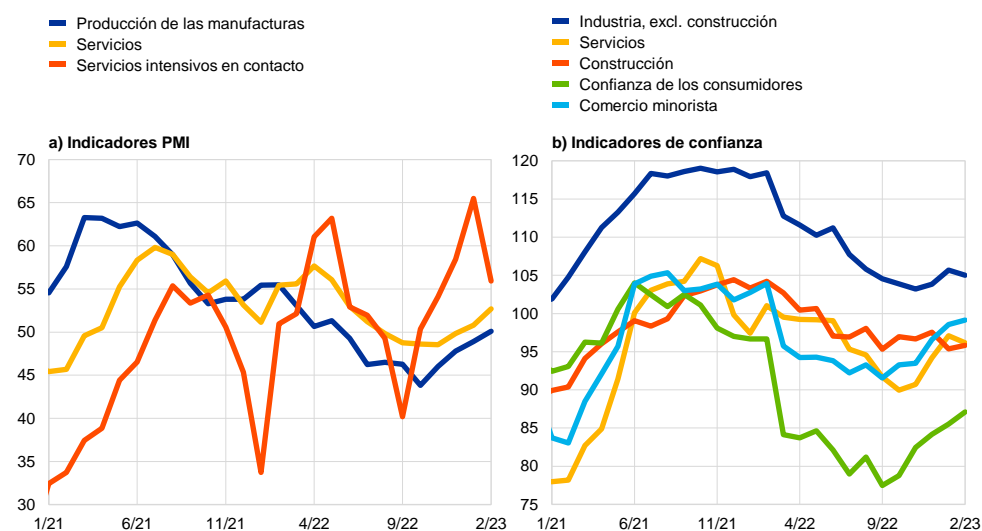
Parece que tanto las manufacturas como los servicios se han visto respaldados por la mejora continuada de la confianza a principios de 2023, pero no está claro en qué medida las tensiones registradas recientemente en los mercados financieros podrían erosionarla en el futuro. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable

en febrero, tras mejorar de forma sustancial en enero, pero todavía se sitúa en un nivel históricamente bajo. Además, esta estabilidad oculta cierto retroceso del sentimiento en la industria y los servicios que solo se ve compensado con una mayor confianza en los sectores de la construcción y el comercio minorista (panel b del gráfico 5). La confianza de los consumidores siguió recuperándose en febrero y aumentó por cuarto mes consecutivo, aunque el índice permanece muy por debajo de su media de largo plazo y del nivel que alcanzó antes de la guerra en Ucrania. Los resultados de las encuestas muestran también que, en los últimos meses, la preocupación de los hogares por los altos precios energéticos ha empezado a disminuir y que la incertidumbre sobre su situación financiera se ha reducido. Esto señala una recuperación gradual del gasto en consumo pese al probable impacto adverso de la inflación todavía elevada y el aumento de los tipos de interés y, posiblemente, de las recientes tensiones en los mercados financieros.

Gráfico 5

Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

(panel izquierdo: saldos netos; panel derecho: saldos netos, febrero de 2020 = 100)



Fuentes: S&P Global, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

El mercado de trabajo continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2022 y mantuvo su capacidad de resistencia ante el estancamiento del avance del PIB.

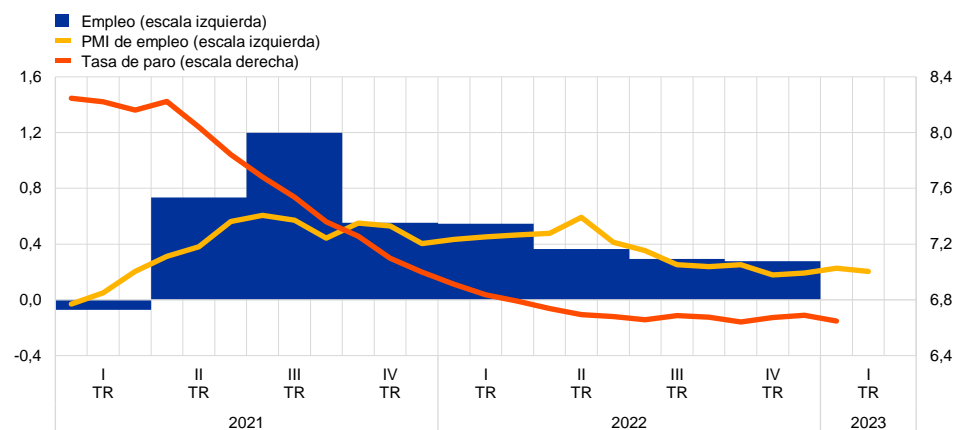
El empleo creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022 y el total de horas trabajadas se incrementó un 0,4 %. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 2,3 % y las horas totales trabajadas un 0,6 % (gráfico 6). Esto representa un descenso del 1,7 % de las horas medias trabajadas, relacionado, en parte, con la fuerte creación de empleo en el sector público desde el cuarto trimestre de 2019, donde las horas medias trabajadas son inferiores, en promedio, a las del total de la economía. La población activa ha crecido considerablemente con respecto a dicho trimestre. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en enero y se ha mantenido prácticamente estable desde abril de 2022. La demanda de trabajo sigue siendo vigorosa, y la tasa de vacantes ha permanecido estable en el 3,2 %, la más

alta desde que empezó a publicarse la serie y un punto porcentual por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2019.

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: porcentaje de la población activa)



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022 para el empleo, a febrero de 2023 para el PMI de empleo y a enero de 2023 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento positivo del empleo en el primer trimestre de 2023.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 52 en febrero de 2022, desde un valor de 52,3 en enero, y se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador lleva en terreno expansivo desde febrero de 2021, aunque ha retrocedido sustancialmente desde mayo de 2022, lo que sugiere que el avance del empleo se está ralentizando. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo en la industria y los servicios, y que se estabilizará, en general, en el sector de la construcción.

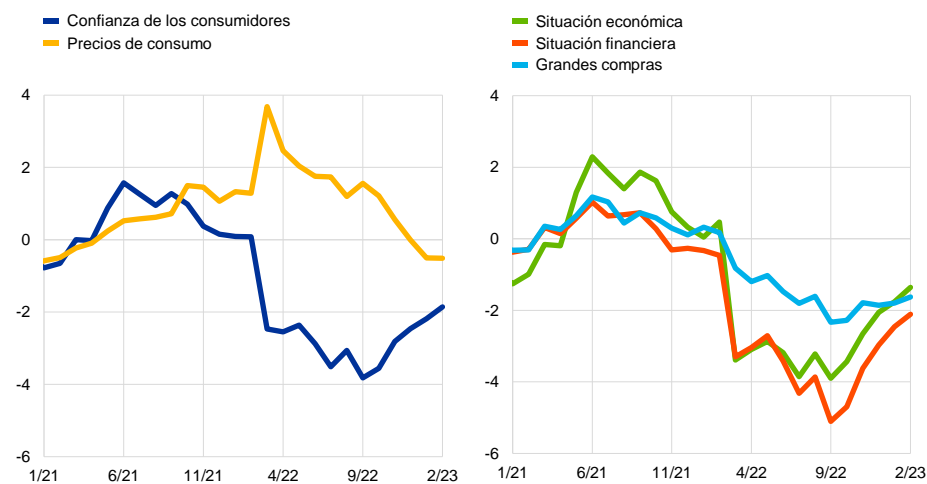
El consumo privado se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 como consecuencia de la disminución de la renta real disponible y la persistencia de la incertidumbre.

Pese al impacto favorable de un mercado de trabajo que todavía muestra capacidad de resistencia y del apoyo fiscal, la elevada inflación lastró la renta real disponible en el último trimestre del año. En este contexto, tras tres trimestres consecutivos con una dinámica positiva, el consumo privado se contrajo un 0,9 % en el último trimestre, lo que refleja una evolución dispar de los componentes individuales. El consumo de bienes no duraderos se redujo notablemente al final del año pasado, debido a la evolución de las ventas del comercio minorista (-1,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2022). El gasto en servicios registró un ligero descenso, al beneficiarse todavía en cierta medida de la persistencia de los efectos de la reapertura. En cambio, el consumo de bienes duraderos siguió creciendo por segundo trimestre consecutivo, gracias a la disminución de las interrupciones de oferta en el sector de vehículos de motor y a los incentivos públicos para la adquisición de vehículos totalmente eléctricos o de

híbridos enchufables en Alemania. Como resultado, las matriculaciones de automóviles aumentaron un 8 % en el cuarto trimestre del pasado año, aunque retrocedieron un 7,1 % en tasa intermensual en enero por la finalización de estos incentivos. Pese a la persistencia de factores adversos, los nuevos datos muestran algunos signos de recuperación gradual del gasto en consumo en el primer semestre de 2023. Las ventas del comercio minorista registraron un crecimiento intermensual del 0,3 % en enero, y los hogares han revisado a la baja sus expectativas de inflación en los últimos meses (panel izquierdo del gráfico 7), mientras que la incertidumbre sobre su situación financiera ha disminuido. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó recuperándose en febrero, respaldado principalmente por la mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y sobre la propia situación financiera de los hogares (panel derecho del gráfico 7). Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes siguió aumentando en febrero, así como una mejora continuada de las expectativas de demanda futura de los establecimientos minoristas. Asimismo, el uso del ahorro debería ayudar a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible, pese al coste de oportunidad de mantener dinero en un contexto de subida de los tipos de interés y del actual endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a los hogares.

Gráfico 7 Expectativas de los hogares

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

La inversión empresarial se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 y se prevé que siga siendo débil en el primer semestre de 2023. La inversión, excluida la construcción (la que más se aproxima a la inversión empresarial en las cuentas nacionales), cayó con fuerza en el último trimestre de 2022 —el 5,8 % en tasa intertrimestral— tras una revisión al alza de su crecimiento del 8,4 % en el tercer trimestre. Sin embargo, la mayor parte de la intensa volatilidad observada en esos trimestres se debió a un nuevo episodio de evolución errática de la inversión en

propiedad intelectual relacionada principalmente con las multinacionales en Irlanda². Si se excluye este componente volátil, la inversión empresarial se redujo un 0,3 % en el último trimestre, después de crecer un 1,9 % en el tercero. El descenso del cuarto trimestre tuvo su origen en una contracción pronunciada en el sector de maquinaria y equipo, donde la inversión tanto en maquinaria y equipo de transporte como en el segmento no relacionado con el transporte cayó drásticamente. Los nuevos datos correspondientes al primer trimestre de 2023 sugieren que la inversión empresarial continuará siendo débil en los próximos meses, habida cuenta de la elevada incertidumbre subsistente, la atonía de los pedidos y el aumento de los costes de financiación. El PMI de producción del sector de bienes de equipo volvió a terreno expansivo en febrero, con lo que la media intertrimestral se situó por encima del umbral teórico de expansión por primera vez desde el segundo trimestre de 2022, mientras que los pedidos pendientes del sector también parecen haber aumentado tras experimentar una caída pronunciada en el último trimestre de 2022. Con todo, la misma fuente sugiere que los nuevos pedidos se mantienen en territorio negativo, mientras que la utilización de la capacidad productiva ha disminuido notablemente desde el verano. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea relativo a este sector correspondiente a febrero de 2023 se mantuvo en torno a una desviación típica por debajo del nivel alcanzado antes de la invasión rusa de Ucrania, mientras que el índice económico general Sentix de confianza de los inversores, más amplio, también permanece muy por debajo su media de largo plazo. Junto con el acusado incremento de los costes de financiación, la persistencia de estas señales ambivalentes apunta a que cabe esperar que la inversión empresarial continúe siendo débil en los próximos trimestres.

La inversión en vivienda disminuyó considerablemente en el cuarto trimestre de 2022 y se espera que siga contrayéndose a corto plazo. La inversión residencial descendió un 1,6 % en el cuarto trimestre, tras registrar una caída intertrimestral del 1,1 % en el tercero. En promedio, la producción del segmento de construcción de edificios prácticamente no varió en el cuarto trimestre, pero cayó de forma acusada en diciembre, lo que apunta a un débil comienzo en el primer trimestre de 2023. Además, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción en los tres meses anteriores retrocedió de forma acusada en enero y febrero, en promedio, con respecto a la media del cuarto trimestre. Asimismo, pese a experimentar una ligera mejora, el PMI de actividad de la construcción residencial permaneció en terreno contractivo. Parece que las restricciones de oferta continúan reduciéndose paulatinamente. Según la encuesta mensual sobre factores limitadores de la producción de la construcción de la Comisión, el porcentaje de empresas que señaló la escasez de materiales o equipos como factor limitador continuó descendiendo en enero y febrero, en promedio, al igual que el de empresas que indicó falta de mano de obra que, no obstante, siguió siendo elevado. Sin embargo, la proporción de gestores que mencionaron específicamente que la

² Ocasionalmente, la elevada volatilidad estadística de la inversión en activos intangibles en Irlanda afecta de forma sustancial a la dinámica de la inversión en la zona del euro. Para más información, véase el recuadro 1 «[Non-construction investment in the euro area and the United States](#)» del artículo titulado «[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

demanda insuficiente era un factor que limitaba su actividad constructora volvió a aumentar con respecto a la media del cuarto trimestre, lo que apunta a un debilitamiento de la demanda. Esta información es acorde con los bajos niveles del componente de nuevos pedidos del PMI de la construcción, aunque las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares se han estabilizado. En general, es probable que la demanda de vivienda siga debilitándose en un contexto de deterioro significativo de las condiciones de financiación y de aumento sustancial de los costes de construcción, lo que reducirá en mayor medida la inversión residencial en el futuro.

Las exportaciones reales de la zona del euro mantuvieron un ritmo de crecimiento lento en torno al cambio de año debido a la debilidad de la demanda externa global. Las estimaciones iniciales apuntan a un crecimiento modesto de las exportaciones reales de bienes en términos intertrimestrales en diciembre, ya que la demanda externa global se redujo. Al mismo tiempo, los datos mensuales señalan un descenso acusado de la producción en los sectores intensivos en energía (como la industria química), lo que sugiere que, pese a la reciente disminución de los precios energéticos, los efectos de unos costes de la energía todavía elevados siguen lastrando las perspectivas de producción y exportaciones. Como las importaciones reales disminuyeron, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva en el cuarto trimestre de 2022. La caída de los precios energéticos fue también un determinante de la mejora adicional de la relación real de intercambio de la zona del euro, que contribuyó a una intensa recuperación de la balanza por cuenta corriente en dicho trimestre. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. Por otra parte, los plazos de entrega de los proveedores se acortaron en febrero, lo que debería moderar los factores adversos para la actividad comercial de la zona del euro³. La reapertura de China también podría brindar apoyo a las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro, incluido el turismo, pero se espera que su impacto global en la actividad de la zona del euro sea modesto. El PMI de nuevos pedidos del sector turístico repuntó con fuerza en enero y febrero.

Más allá del corto plazo, se espera un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB a medida que se reduzca la incertidumbre y aumenten las rentas reales, pese al endurecimiento de las condiciones de financiación. La mayor seguridad en el suministro de energía, la reducción sustancial de los precios energéticos, la disminución en los problemas en las cadenas de suministro y el apoyo público deberían seguir proporcionando cierto alivio a los hogares y las industrias intensivas en energía en los próximos trimestres. La producción industrial debería repuntar conforme las condiciones de oferta sigan mejorando, la confianza continúe recuperándose y las empresas reduzcan las abultadas carteras de pedidos pendientes. Las subidas de los salarios y el descenso de los precios de la energía deberían compensar, en parte, la pérdida de poder adquisitivo que muchos hogares están experimentando como consecuencia de la elevada inflación, lo que, a su vez, debería respaldar el gasto en consumo. A medio plazo, la fortaleza del mercado de

³ Véase el recuadro titulado «Las cadenas globales de valor y la pandemia: el impacto de los cuellos de botella en la oferta» en este Boletín Económico.

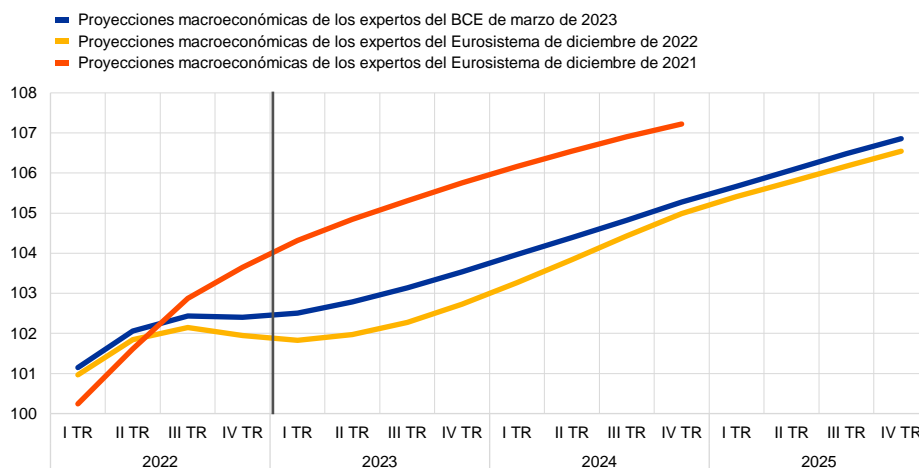
trabajo, la mejora de la confianza y la recuperación de las rentas reales deberían contribuir a un repunte del crecimiento del PIB de la zona del euro, pero se espera que el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación tenga un efecto moderador sobre la actividad.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 1 % en 2023 y repuntará después hasta el 1,6 % en 2024 y en 2025 (gráfico 8). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023 y a la baja en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, respectivamente. Como las proyecciones se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre adicional.

Gráfico 8

PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

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



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#), marzo de 2023
 Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023.

3 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro descendió hasta el 8,5 % en febrero, principalmente como consecuencia de la nueva y acusada caída de los precios de la energía. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de los alimentos y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siguieron aumentando, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos, así como los impactos de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía, continuaron transmitiéndose a los precios de consumo con un desfase. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, se espera que la inflación general se sitúe, en promedio, en el 5,3 % en 2023, debido, en gran parte, a los efectos de base a la baja relacionados con la energía, las reducciones de los precios energéticos y la relajación de las presiones latentes⁴. Durante el resto del horizonte de proyección, seguiría disminuyendo hasta situarse en el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025. Se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 4,6 % en 2023, por encima de lo estimado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022. Posteriormente, descendería hasta el 2,5 % en 2024 y el 2,2 % en 2025. Las presiones salariales se han intensificado y la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo, especialmente si se considera la reciente volatilidad de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

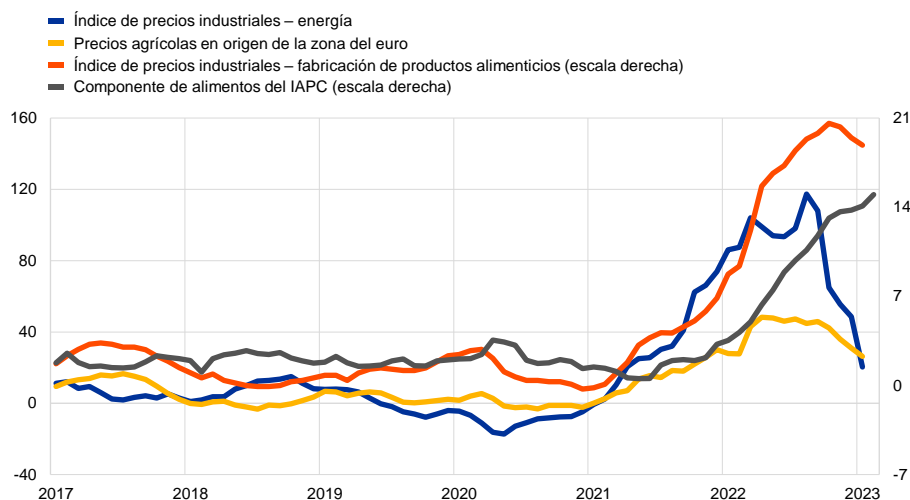
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo hasta situarse en el 8,5 % en febrero, ligeramente por debajo del 8,6 % de enero de 2023. El descenso tuvo su origen en la tasa de variación interanual de los precios de la energía (13,7 % en febrero, frente al 18,9 % de enero), mientras que las tasas de inflación de todos los demás componentes aumentaron. El nuevo incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos hasta situarse en el 15 % en febrero, desde el 14,1 % de enero, se debió a un incremento adicional de la tasa de inflación interanual de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, pero especialmente de estos últimos. El fuerte dinamismo de los precios de los alimentos continúa reflejando los efectos retardados de anteriores subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los costes relacionados con la energía desde mediados de 2021. Sin embargo, la moderación de indicadores como los precios agrícolas en origen de la zona del euro apunta a la posible normalización del ritmo de avance de los precios de los alimentos en los próximos meses (gráfico 9).

⁴ Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero de 2023.

Gráfico 9

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

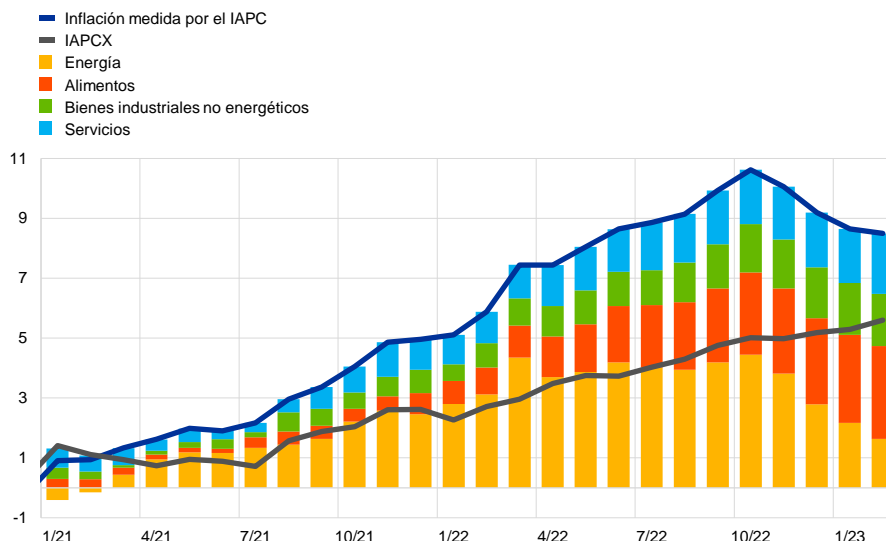
Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance) para el componente de alimentos del IAPC y a enero de 2023 para los demás indicadores.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), siguió aumentando y se situó en el 5,6 % en febrero, frente al 5,3 % registrado en enero, impulsada por las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios (gráfico 10). La actual fortaleza y el nuevo avance de la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan reflejando las presiones latentes acumuladas como consecuencia de los anteriores cuellos de botella en la oferta y de los altos costes de la energía. La tasa de variación de los precios de los servicios registró un fuerte incremento y se situó en el 4,8 % en febrero, frente al 4,4 % de enero, y es probable que los precios de servicios intensivos en contacto, como los paquetes turísticos, siguieran contribuyendo notablemente. Esta evolución es acorde con las presiones de demanda observadas tras la reapertura de la economía, pero, dado que la mayoría de estos servicios son también intensivos en energía, la escalada de los precios energéticos desde mediados de 2021 habrá generado probablemente presiones al alza adicionales sobre los costes que continúan transmitiéndose.

Gráfico 10

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados y continuaron mostrando señales ambivalentes (gráfico 11)⁵.

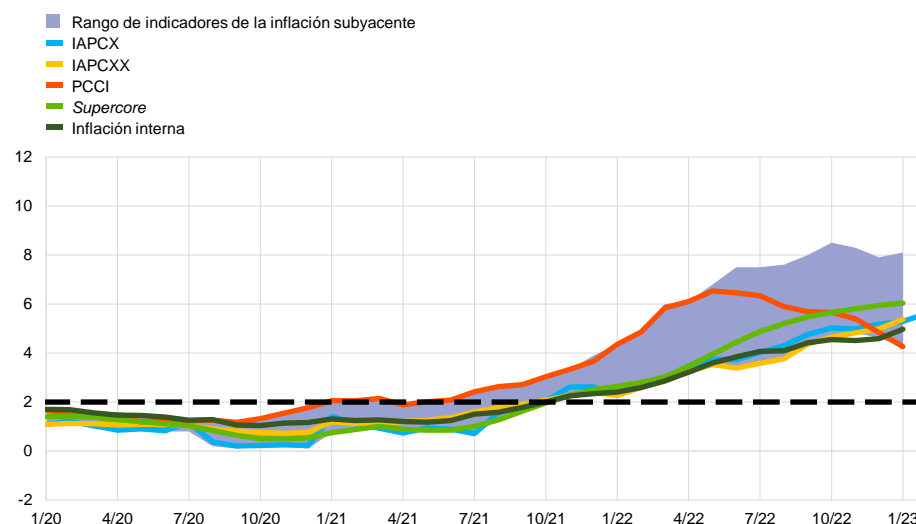
Si bien la inflación medida por el IAPCX siguió aumentando en febrero, otros indicadores de la inflación subyacente, para los que actualmente solo se dispone de datos hasta enero de 2023, mostraron señales ambivalentes. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, y el indicador de la inflación interna, que abarca componentes del IAPC con un menor contenido importador, continuaron registrando subidas hasta enero. En cambio, la tasa de variación del PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos (tanto si se incluyen como si se excluyen los componentes energéticos) se redujo en los meses anteriores a enero. Este movimiento a la baja es acorde con las indicaciones de ralentización del dinamismo del IAPCX, que desde noviembre de 2022 ha registrado unas tasas de variación intertrimestral inferiores a las de los meses precedentes.

⁵ Para un análisis detallado de los indicadores de la inflación subyacente, véase el artículo del blog del BCE titulado «[Inflation Diagnostics](#)».

Gráfico 11

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

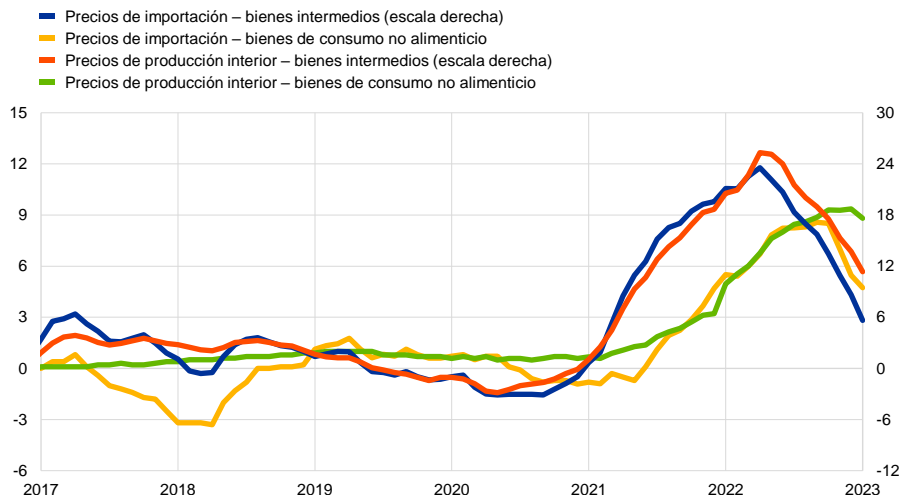
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI (componente persistente y común de la inflación), y el indicador *Supercore*. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a enero de 2023 para los demás indicadores.

Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes de consumo siguieron siendo intensas, pese a cierta relajación observada en el proceso de formación de precios (gráfico 12). Las presiones latentes acumuladas originadas por los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de la energía se siguen dejando sentir, contribuyendo a la tasa persistentemente elevada de inflación de los bienes industriales no energéticos, que alcanzó el 6,8 % en febrero de 2023, frente al 6,7 % del mes anterior. Los datos correspondientes a los precios de producción en enero de 2023 mostraron que las presiones latentes eran todavía intensas, en especial en las fases posteriores del proceso de formación de precios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores cayó hasta el 8,8 % en enero de 2023, desde el 9,4 % registrado en diciembre de 2022, lo que muestra señales incipientes de disminución. El avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio continuó ralentizándose, a lo que contribuyó la apreciación del tipo de cambio del euro, y se situó en el 4,7 % en enero de 2023, frente al 5,5 % del mes precedente. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación y la de los precios de producción de los bienes intermedios registraron un descenso más acusado en el mismo período y pasaron del 8,6 % al 5,6 % y del 13,7 % al 11,3 %, respectivamente. Esto señala cierta relajación de las presiones a lo largo del proceso de formación de precios.

Gráfico 12

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

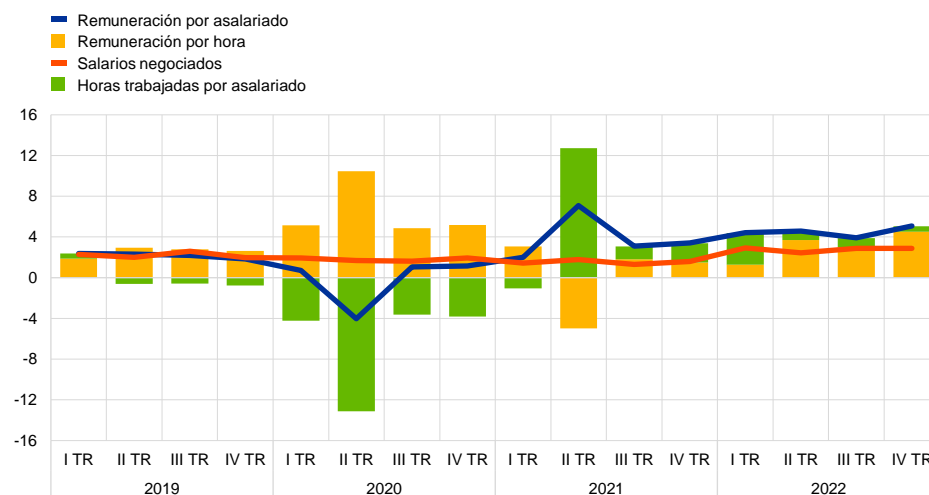
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

Los salarios mostraron un dinamismo mayor al final de 2022. Mientras que el ritmo de avance de los salarios negociados aumentó de forma gradual hasta situarse en el 3 % en el cuarto trimestre de 2022, el crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado o por hora, se fortaleció considerablemente (gráfico 13). Las cuentas nacionales muestran que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se incrementó hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2022 (desde el 3,9 % del trimestre anterior), principalmente impulsada por el mayor crecimiento del sector de servicios de no mercado. El ritmo de avance interanual de la remuneración por hora también se aceleró en el cuarto trimestre de 2022 hasta alcanzar el 4,5 %, frente al 3 % del trimestre precedente. Las altas tasas de inflación de los precios de consumo observadas al final de 2022 implican que, en términos reales, los salarios medios por asalariado y por hora continuaron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2022. La información procedente de las negociaciones salariales concluidas a finales de 2022 y a principios de 2023 sugieren que el crecimiento de los salarios nominales mantendrá su vigor.

Gráfico 13

Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas por asalariado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

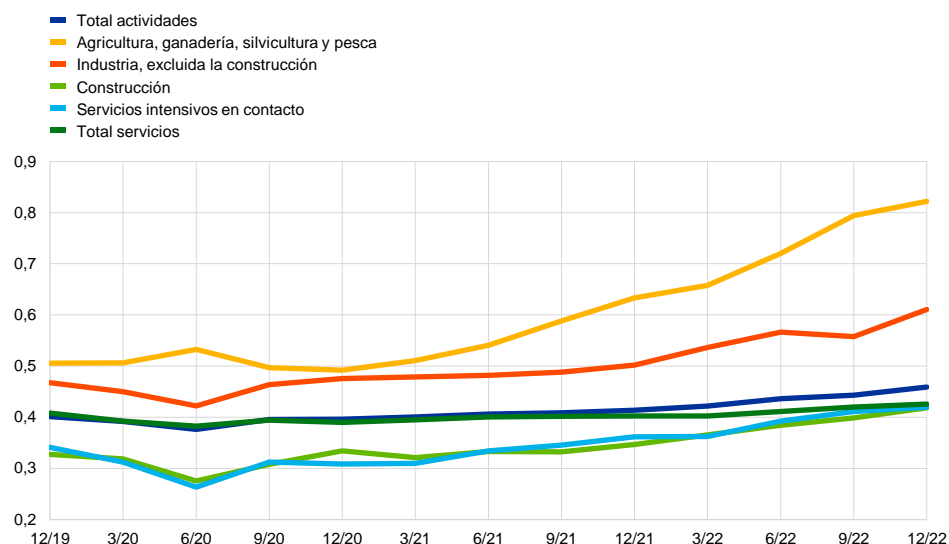
Las presiones inflacionistas de origen interno continuaron aumentando como consecuencia de la evolución de los costes laborales y de los márgenes.

La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta situarse en el 5,8 % en el cuarto trimestre de 2022, frente al 4,6 % del trimestre precedente, impulsada por los costes laborales y por los beneficios. El ritmo de avance de los costes laborales unitarios se aceleró y pasó del 3,2 % al 4,7 % entre el tercer y el cuarto trimestre de 2022, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios unitarios (medidos por el excedente bruto de explotación) repuntó con fuerza desde el 7,4 % hasta el 9,4 %. En conjunto, los beneficios unitarios representaron más de la mitad del aumento de las presiones de costes de origen interno en el cuarto trimestre de 2022. El entorno de desequilibrios entre oferta y demanda en muchos sectores, de intensas presiones sobre los precios de los insumos y de inflación elevada en general parece haber facilitado incrementos de los márgenes que superan la mera recuperación de los costes de los insumos. La evolución vigorosa, aunque algo heterogénea, de los beneficios unitarios, se apreció en todos los sectores económicos principales en 2022 y, a diferencia de lo ocurrido en el período de la pandemia, también se ha hecho más ostensible en los sectores de servicios intensivos en contacto (gráfico 14).

Gráfico 14

Evolución sectorial de los beneficios unitarios

(excedente bruto de explotación sobre valor añadido real, niveles)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Para cada sector, los beneficios unitarios se calculan como el excedente bruto de explotación sobre el valor añadido bruto real. El excedente bruto de explotación se calcula como el valor añadido bruto nominal menos la remuneración de los asalariados. La remuneración de los asalariados incluye las rentas del trabajo de los trabajadores autónomos, suponiendo que la remuneración per cápita del trabajo de los autónomos es la misma que la de los trabajadores por cuenta ajena. Los servicios intensivos en contacto incluyen comercio, transporte, servicios de alojamiento y restauración, así como actividades artísticas, recreativas, de entretenimiento y otros servicios. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

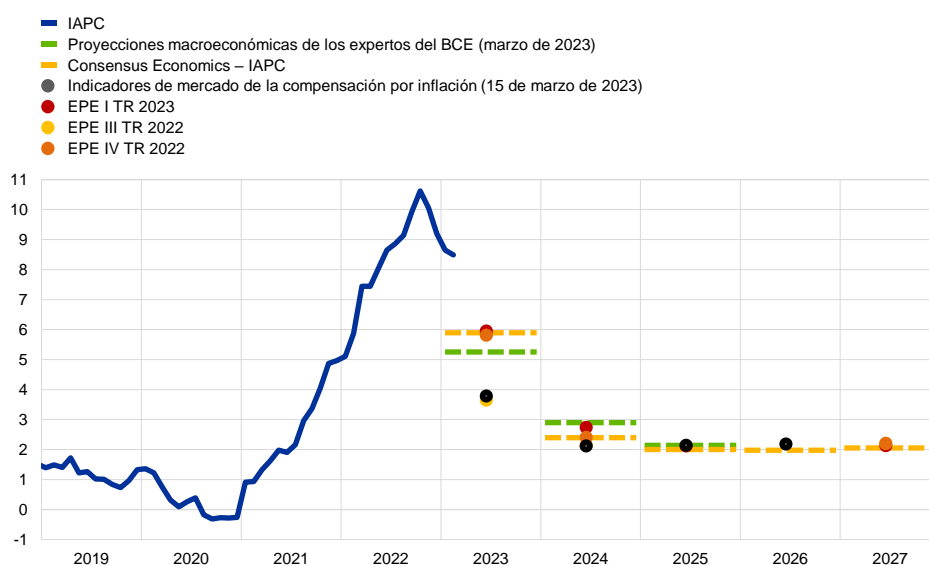
La evidencia procedente de las encuestas y los mercados muestra que los analistas continúan esperando que la inflación disminuya, y las expectativas a largo plazo permanecen en torno al objetivo del 2 % del BCE (gráfico 15). En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) más reciente, de enero de 2023, las expectativas de inflación para 2023 se revisaron ligeramente al alza en 0,14 puntos porcentuales, hasta el 5,9 %. Las expectativas de inflación a largo plazo para 2027 en esta encuesta fueron algo más bajas para el IAPC (se situaron en el 2,1 %, frente al 2,2 %) y para el IAPCX (2 %, frente al 2,1 %). La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo para 2026 obtenida de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria de febrero de 2023 se mantuvo sin variación en el 2 %, en consonancia con las rondas recientes de otras encuestas (2 % para 2027 en la encuesta de Consensus Economics de febrero de 2023). Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (enero de 2023), la media/mediana de las expectativas de inflación a tres años vista registró una caída notable hasta situarse en el 3,8 %/2,5 %, desde el 4,6 %/3 % de la encuesta anterior. El 15 de marzo de 2023, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugerían que la inflación de la zona del euro disminuirá en 2023 y que en diciembre se situará en el 3,8 %. En el transcurso de 2024, estos indicadores señalan que la inflación se aproximará más al 2 %. Los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron de forma moderada en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,35 % el 15 de marzo de 2023. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación

reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, se han mantenido relativamente estables en torno al 2 %. Esta estabilidad relativa sugiere que la actual volatilidad de los indicadores de mercado de las expectativas a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

Gráfico 15

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 (primer trimestre de 2023), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (marzo de 2023) y cálculos del BCE. Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. «EPE» es la encuesta a expertos en previsión económica. 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, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Debido al desfase de indexación, la última tasa de inflación *spot* a un año disponible indica la compensación por inflación entre diciembre de 2022 y el mismo mes de 2023. Las tasas de inflación *forward* también señalan la tasa de inflación en diciembre comparada con la del año anterior. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero de 2023. La fecha de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2023. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 15 de marzo de 2023. La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2023 se realizó entre el 6 y el 12 de enero de 2023.

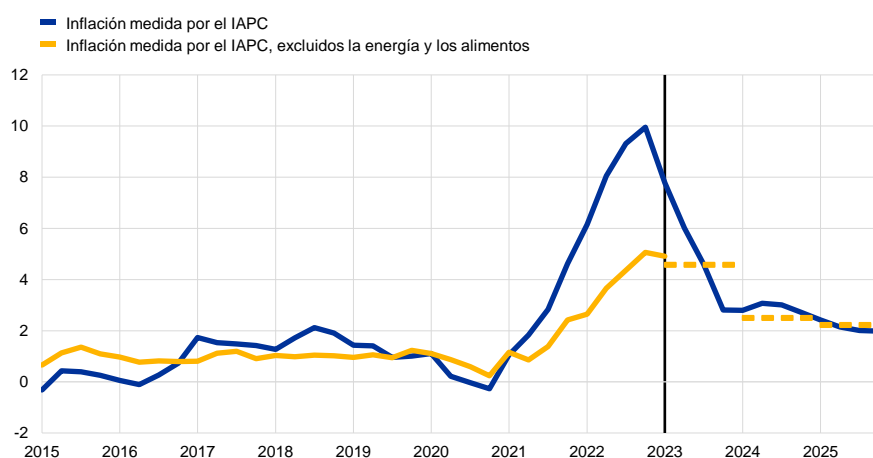
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo —en el 5,3 %, en promedio, en 2023— y posteriormente disminuirá hasta en el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025 (gráfico 16). Se espera que la inflación general descienda de manera significativa en el transcurso de 2023, como consecuencia de los efectos de base a la baja relacionados con la energía, del descenso de los precios energéticos y de la relajación de las presiones latentes. En el escenario de referencia de las proyecciones, la inflación general disminuiría desde el 10 % en el cuarto trimestre de 2022 hasta el 2,8 % en el mismo trimestre de 2023. En 2024 oscilaría en torno al 3 % y en el tercer trimestre de 2025 alcanzaría el objetivo de inflación del BCE del 2 %. La inflación medida por el IAPC se moderaría a medida que las presiones

inflacionistas latentes se relajen gradualmente (ayudada también por las recientes caídas de los precios de la energía) y el endurecimiento de la política monetaria se transmita a la economía, mientras que un crecimiento salarial intenso en términos históricos contribuirá a mantener la inflación subyacente en niveles elevados. El descenso esperado desde el 4,6 % en 2023 hasta el 2,2 % en 2025 sería resultado de la desaparición del impacto alcista de los cuellos de botella en la oferta y de los efectos de la reapertura de la economía, así como del impacto retardado de la desaceleración del crecimiento y de una suavización de los efectos indirectos del encarecimiento de la energía. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, la inflación general se ha revisado a la baja para todos los años del horizonte de proyección (en 1 punto porcentual para 2023, 0,5 puntos porcentuales para 2024 y 0,2 puntos porcentuales para 2025). La fuerte revisión a la baja para 2023 se debió principalmente a una senda de descenso de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que para 2024 y 2025 refleja también la corrección a la baja de la inflación medida por el IAPCX en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro* (marzo de 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 BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero 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.

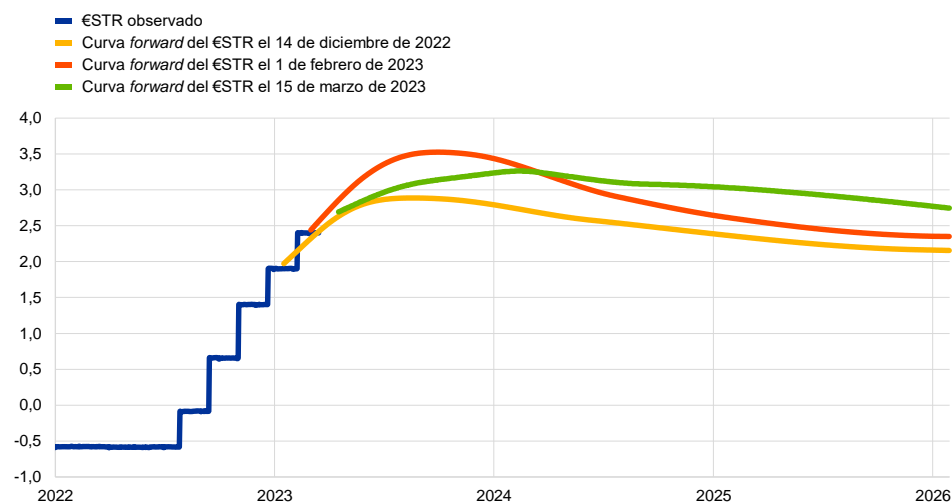
El período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 15 de marzo de 2023) presentó un patrón de elevada volatilidad en los mercados financieros de la zona del euro y culminó con crecientes tensiones en los mercados y un aumento de la incertidumbre a causa de las dificultades experimentadas por varios bancos regionales de Estados Unidos y una importante entidad financiera suiza. Antes de la aparición de dichas tensiones, los tipos de interés a corto y a largo plazo se incrementaron en gran medida debido a las expectativas de los mercados de un endurecimiento más pronunciado y duradero de la política monetaria, dado que las presiones inflacionistas subyacentes siguieron siendo intensas, pese a que la inflación general se redujo. Estas expectativas de subidas de los tipos disminuyeron considerablemente después de que los agentes revisaran la senda futura esperada de los tipos de interés oficiales, en vista de las crecientes tensiones en los mercados y sus repercusiones en las perspectivas de inflación. Como resultado, durante todo el período analizado, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro y los rendimientos de los bonos a más largo plazo solo aumentaron ligeramente. Las ventas masivas generalizadas de activos de riesgo hacia el final del período de referencia llevaron a una ampliación considerable de los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y a una fuerte bajada de las cotizaciones, sobre todo del sector bancario. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el período analizado.

Durante el período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 15 de marzo de 2023), los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron solo ligeramente, dado que las expectativas de los mercados de un endurecimiento más pronunciado de la política monetaria disminuyeron considerablemente hacia el final del período analizado, en un entorno de crecientes tensiones en los mercados financieros. El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) siguió de cerca los cambios del tipo de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno subió en 50 puntos básicos en sus reuniones de política monetaria de diciembre (del 1,5 % al 2 %) y de febrero (del 2 % al 2,5 %). Durante la mayor parte del período considerado, la curva *forward* de OIS (*overnight index swap*), basada en el €STR, aumentó significativamente, reflejo de las expectativas más firmes de nuevas subidas de los tipos de interés, impulsadas por unas perspectivas de crecimiento más resiliente y unas presiones inflacionistas subyacentes intensas. Sin embargo, hacia el final del período analizado, la elevada incertidumbre derivada de las dificultades experimentadas en varios bancos regionales de Estados Unidos y en Credit Suisse también generó tensiones en los mercados financieros de la zona del euro. En un contexto de alta volatilidad, la curva *forward* del €STR se desplazó considerablemente a la baja en los distintos plazos. Al final del período analizado se descontaba que el tipo de interés de referencia alcanzaría un máximo próximo al 3,3 % a principios de 2024 (frente a un tipo máximo del 2,9 % al comienzo del período), si bien se reduciría a partir del segundo trimestre de 2024. En conjunto, la curva *forward* del €STR se desplazó al alza en los distintos plazos durante el período analizado.

Gráfico 17

Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

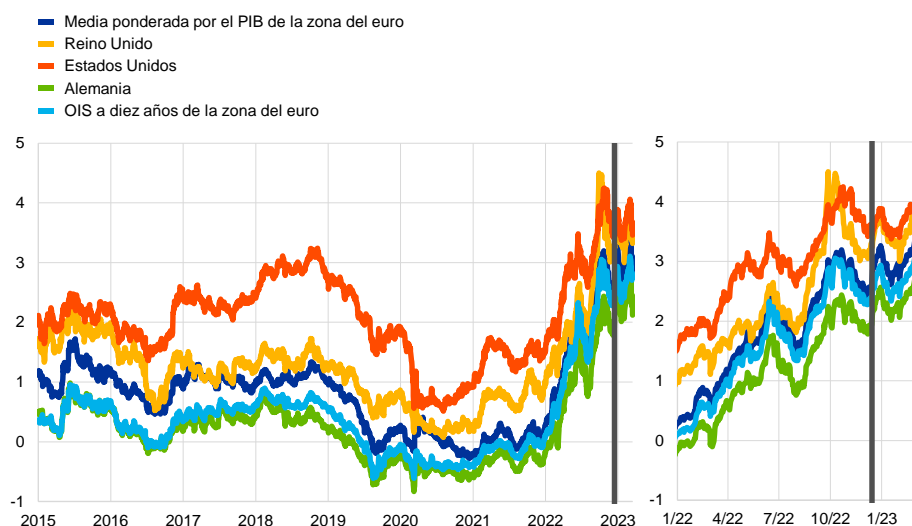
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y también se vieron muy afectados por el alto nivel de incertidumbre (gráfico 18). Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron, en general, la evolución de los tipos de interés libres de riesgo y estuvieron sujetos a una volatilidad considerable. Estos rendimientos continuaron siendo sensibles a las nuevas publicaciones de datos macroeconómicos, antes de verse afectados también de manera significativa por la mayor incertidumbre reinante en los mercados financieros a causa de las dificultades de determinados bancos estadounidenses. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB evolucionó, en general, en línea con el tipo OIS a diez años de la zona del euro durante la mayor parte del período, y se observaron movimientos bastante similares en los rendimientos de la deuda soberana al mismo plazo de Estados Unidos y del Reino Unido. En un contexto de oscilaciones intermedias relacionadas con los datos macroeconómicos publicados, el tipo OIS a diez años de la zona del euro y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentaron sustancialmente a partir del 15 de diciembre de 2022, pero la mayor parte del aumento se revirtió dadas las crecientes tensiones en los mercados al final del período considerado. Como consecuencia de estas tensiones, el descenso del tipo OIS a diez años fue menor que el del rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB —en particular, el rendimiento de la deuda soberana alemana a dicho plazo disminuyó—. Durante el período de referencia en su conjunto, el tipo OIS a diez años de la zona del euro y el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB se incrementaron en 31 puntos básicos y 7 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,76 % y el 2,84 %, respectivamente.

Gráfico 18

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

(porcentajes)



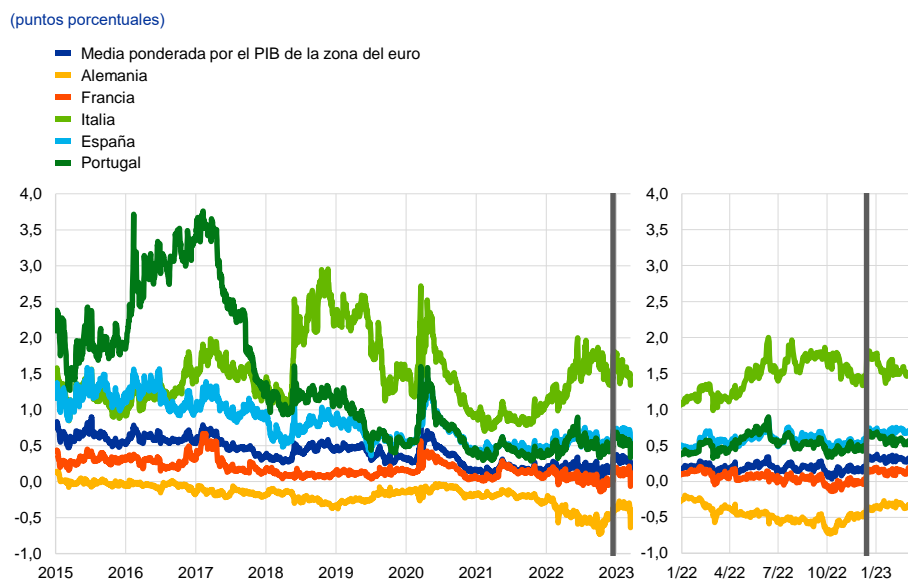
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron bastante en línea con los tipos de interés libres de riesgo durante la mayor parte del período de referencia, y los diferenciales soberanos se estrecharon ligeramente hacia el final del período en los distintos países (gráfico 19). Si bien los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo mostraron fuertes fluctuaciones durante el período analizado, el diferencial entre el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el tipo OIS permaneció relativamente estable hasta los últimos días del período. Con el aumento de las tensiones en los mercados, las acciones de los bancos europeos se desplomaron y la percepción de riesgo entre los participantes en los mercados cayó de forma notable, lo que desencadenó un descenso de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con respecto a los tipos *swap*. El rendimiento medio de la deuda pública a diez años ponderado por el PIB terminó el período analizado 24 puntos básicos por debajo del nivel registrado a mediados de diciembre de 2022. Este descenso reflejó un estrechamiento de los diferenciales soberanos en los distintos países. Por ejemplo, el diferencial de la deuda soberana a diez años de Italia se redujo 36 puntos básicos, al tiempo que los diferenciales correspondientes de Grecia y Alemania cayeron 28 puntos básicos.

Gráfico 19

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



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

Dado que la percepción del riesgo disminuyó al final del período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad aumentaron considerablemente y terminaron el período en un nivel superior al observado cuando comenzó. Pese a que los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon durante la mayor parte del período de referencia como consecuencia de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, la caída repentina de la percepción de riesgo al final del período dio lugar a que los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se incrementaran sustancialmente y acabaran el período 23 puntos básicos por encima del nivel inicial. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión se mantuvieron prácticamente sin cambios durante el período considerado.

En consonancia con esta evolución, las cotizaciones europeas experimentaron una fuerte caída en un contexto de ventas masivas generalizadas de activos de riesgo hacia el final del período analizado. Si bien la disminución de los precios de las acciones al final del período de referencia fue generalizada, resultó particularmente intensa para los valores del sector bancario. Sin embargo, antes de la caída, las cotizaciones de la zona del euro se encontraban al alza, impulsadas principalmente por el sector bancario, en un entorno de perspectivas de crecimiento a corto plazo más resiliente y de publicación de resultados mejores de lo esperado en el cuarto trimestre de 2022. Si se considera todo el período de referencia, las cotizaciones de las sociedades no financieras se incrementaron un 5,2 % en la zona del euro y un 1,1 % en Estados Unidos. En el caso del sector bancario, el índice ganó un 8,4 % en la zona del euro, pero perdió un 10,8 % en el país americano.

Gráfico 20

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

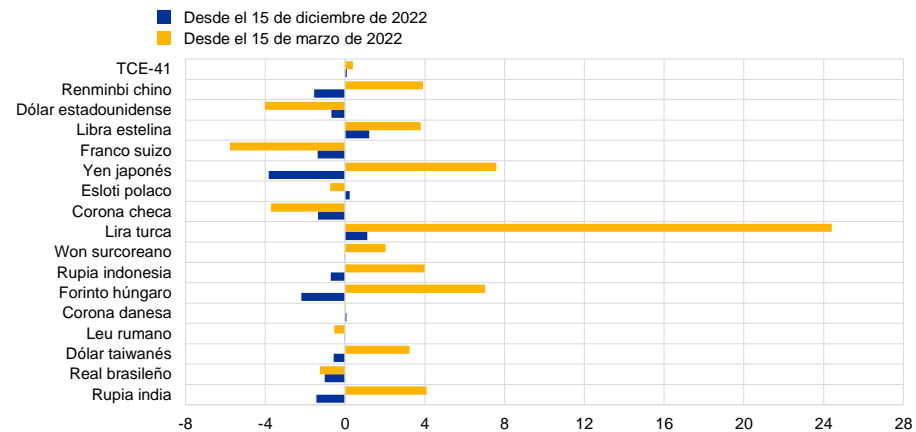
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente sin cambios (gráfico 21). 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 0,1 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la moneda única se depreció frente a la mayoría de las principales monedas, como el dólar estadounidense (0,7 %), el renminbi chino (1,5 %), el yen japonés (3,8 %) y el franco suizo (1,4 %). Al mismo tiempo, se fortaleció frente a la libra esterlina (1,2 %), así como frente a algunas otras monedas europeas.

Gráfico 21

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 15 de marzo de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron aumentando en enero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en el mismo mes, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 15 de marzo de 2023, el coste de la financiación mediante acciones se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija solo experimentó un aumento ligero. El crecimiento del volumen total de financiación externa de las empresas se desaceleró de forma notable. La expansión monetaria se moderó significativamente a causa de sus componentes más líquidos y del menor ritmo de avance del crédito.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron en enero como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado y de la subida 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 se elevó de nuevo y alcanzó su nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 22). La rentabilidad de los bonos bancarios volvió a incrementarse en enero, reanudando así la fuerte tendencia al alza iniciada el pasado año, y entre enero de 2022 y marzo de 2023 aumentó casi 400 puntos básicos (panel b del gráfico 22). Los tipos de interés de los depósitos se elevaron ligeramente y se situaron en el 0,56 % en enero, frente al 0,50 % registrado en diciembre, lo que supuso un aumento acumulado de alrededor de 50 puntos básicos desde el comienzo de 2022. Esta alza fue mucho más reducida que la que experimentaron los tipos de interés oficiales del BCE durante el mismo período (300 puntos básicos). El lento ajuste de los tipos de los depósitos a las variaciones de los tipos de interés oficiales y la consiguiente ampliación del diferencial entre ambos tipos de interés son acordes con los patrones observados durante ciclos anteriores de subidas de tipos. Esta evolución muestra sobre todo que la remuneración de los depósitos a la vista —que representan una gran parte de la base de depósitos de las entidades de crédito— tiende a responder menos a los aumentos de los tipos oficiales que la remuneración de los depósitos a plazo (que reflejó estrechamente dichos aumentos). Una explicación de este fenómeno es que los depósitos a la vista ofrecen servicios de liquidez y de pago que, por lo general, no tienen un precio explícito. La recalibración de las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), que se hizo efectiva el 23 de noviembre de 2022, también contribuyó a la normalización de los costes totales de financiación de las entidades de crédito⁶. Entre noviembre de 2022 y febrero de 2023, los bancos realizaron cuantiosos reembolsos (obligatorios y, sobre todo, voluntarios) de la financiación obtenida en las TLTRO III (896 mm de euros), lo que redujo los saldos vivos en torno a un 42 % tras la recalibración. Además, desde finales de 2021, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de desaceleración de los depósitos. En términos de

⁶ 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.

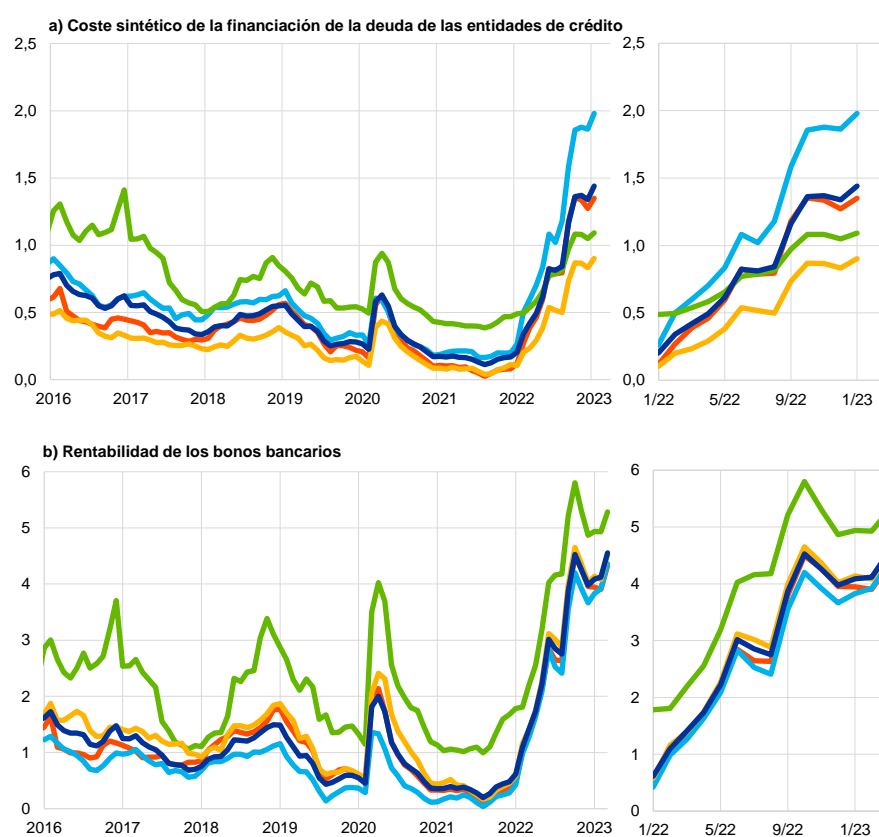
la fortaleza de sus balances, los bancos de la zona del euro están adecuadamente capitalizados en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital; no obstante, los riesgos derivados de un debilitamiento del entorno económico pueden deteriorar la calidad de los activos bancarios y hay señales incipientes de un creciente riesgo de crédito, como sugiere, por ejemplo, la evolución de los préstamos en vigilancia especial.

Gráfico 22

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
- España
- Italia



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 enero de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 15 de marzo de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

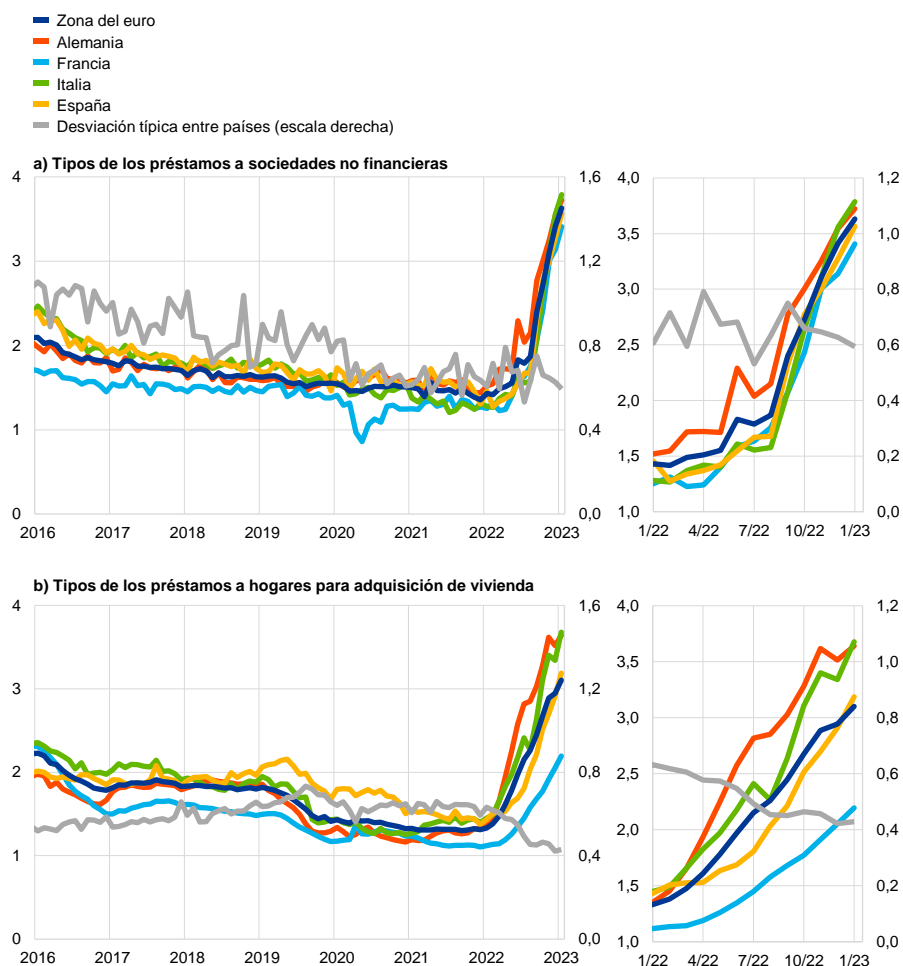
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y los hogares siguieron aumentando en enero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. Los cambios en las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario. Desde principios de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de

crédito han impulsado notablemente al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro (gráfico 23), al tiempo que los criterios de aprobación se han endurecido. Los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios a sociedades no financieras aumentaron hasta el 3,63 % en enero de 2023, frente al 3,41 % en diciembre de 2022 y al 1,43 % un año antes. Los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también continuaron incrementándose hasta situarse en el 3,10% en enero, comparado con el 2,94 % en diciembre y el 1,33 % un año antes. Estos aumentos fueron más rápidos que en anteriores ciclos de alzas, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos de interés oficiales. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero de 2023 indican que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan elevándose en los doce meses siguientes y que será más difícil obtener préstamos para 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 aumentó ligeramente en enero, debido a la evolución de los tipos aplicados a los primeros, pero se mantuvo próximo a su mínimo histórico. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo estable, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 23).

Gráfico 23

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

(porcentajes; desviación típica)



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 enero de 2023.

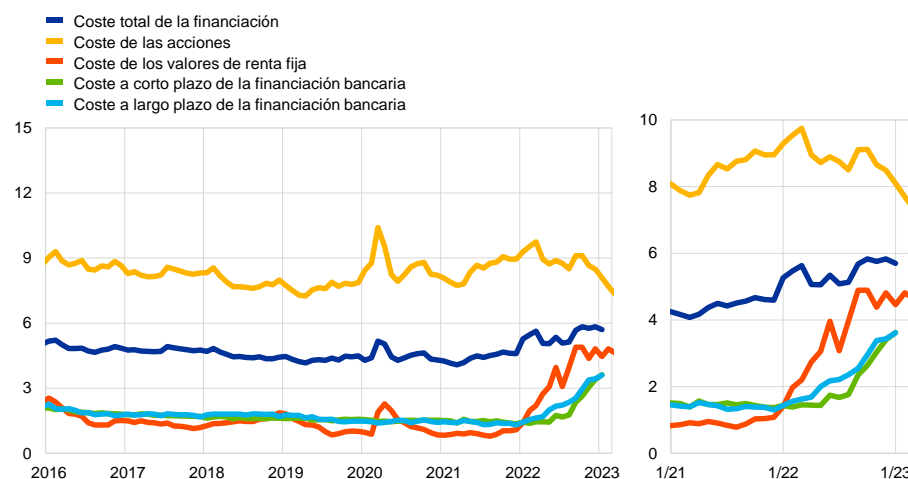
En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 15 de marzo de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija solo experimentó un aumento ligero. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta enero de 2023, cuando se situó en el 5,7 %, unos 15 puntos básicos por debajo de su nivel del mes anterior (gráfico 24). Esta evolución fue resultado de una disminución del coste de los valores de renta fija —debido al descenso de los tipos de interés libres de riesgo y a la compresión de los diferenciales de los bonos corporativos— y de las acciones, que compensó con creces el incremento del coste de la financiación bancaria tanto a corto como a largo

plazo. En enero de 2023, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles observados por última vez a finales de 2011, si bien descendió ligeramente con respecto al pico alcanzado en octubre de 2022. A lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija registró un leve ascenso, debido al aumento de los tipos de interés libres de riesgo, que fue más pronunciado en el tramo más corto de la curva. Los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de alta rentabilidad también se ampliaron, mientras que los de los bonos con calificación de grado de inversión se mantuvieron prácticamente sin cambios. No obstante, el leve incremento de los tipos de interés libres de riesgo no compensó la acusada disminución de la prima de riesgo de las acciones, lo que se tradujo en una caída considerable del coste de estos valores.

Gráfico 24

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 coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 10 de marzo de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y al 31 de enero de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

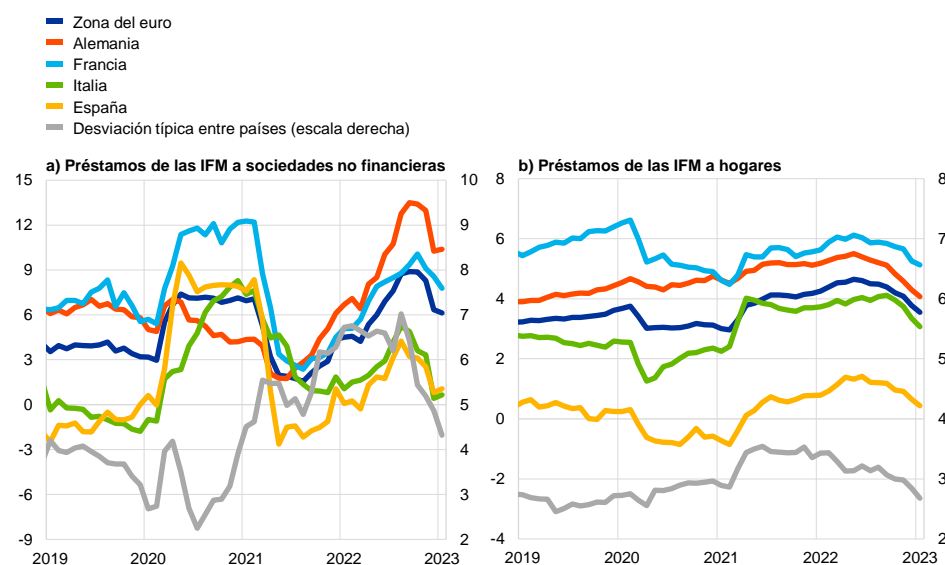
El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a ralentizarse en enero, en un entorno de tipos de interés más elevados, de debilitamiento de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 6,1 % en enero, desde el 6,3 % registrado en diciembre (panel a del gráfico 25). Esta desaceleración fue generalizada en las mayores economías y refleja los tipos de interés más elevados, el debilitamiento de la demanda y el endurecimiento de los criterios de aprobación. En términos de plazos, la contracción fue especialmente apreciable en los préstamos a corto plazo ligados a un aumento de los costes del capital circulante. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también se moderó y pasó del 3,8 % en diciembre al 3,6 % en enero (panel b del gráfico 25). Aunque esta evolución se explica principalmente por la desaceleración continuada del crecimiento de los

préstamos para adquisición de vivienda, el crédito para consumo y otros fines también contribuyó en cierta medida a esta dinámica más débil. Los principales determinantes de la ralentización de los préstamos a hogares fueron las subidas de los tipos de interés, el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de los bancos y el debilitamiento de la demanda de crédito como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y del bajo nivel de confianza de los consumidores.

Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

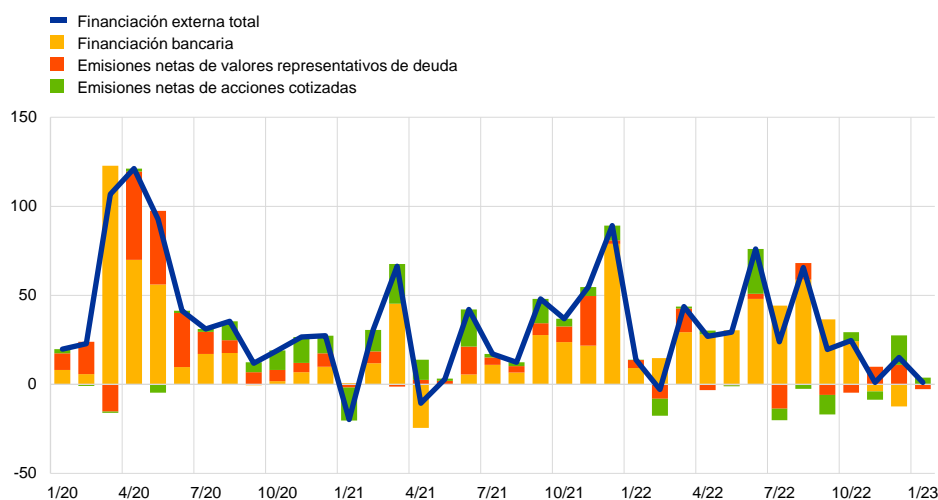
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre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

El crecimiento del volumen total de financiación externa de las empresas se desaceleró de forma notable, reflejo sobre todo de la disminución de los préstamos bancarios. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo del 3,2 % en octubre al 2,3% en enero de 2023, como consecuencia de las menores necesidades de financiación de las empresas ante la ralentización de la actividad económica y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario (gráfico 26). Las emisiones netas de valores representativos de deuda volvieron a terreno negativo en enero, tras dos meses de recuperación parcial. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, pero repuntaron de nuevo en diciembre, impulsadas por la recapitalización pública de una gran empresa intensiva en energía.

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 enero de 2023.

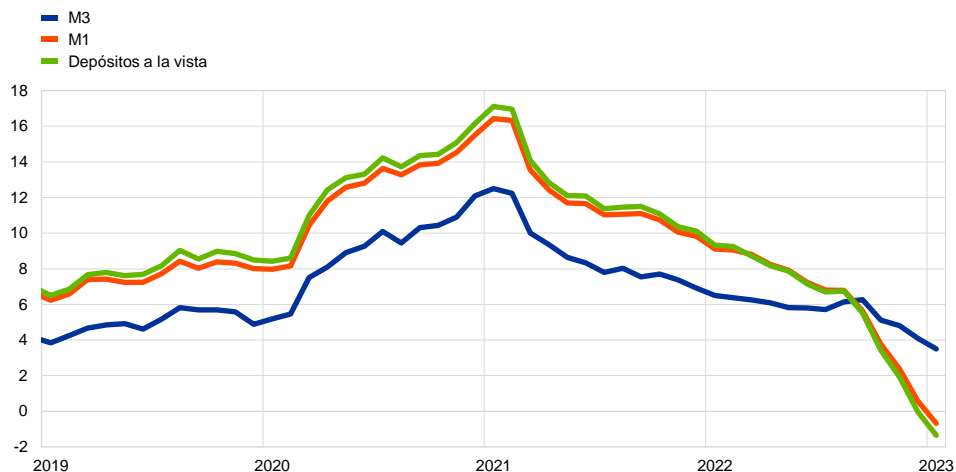
La redistribución de los fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en enero, reflejo de los cambios en la remuneración relativa de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista pasó a ser negativa en enero y se situó en el $-1,3\%$. El fuerte descenso del crecimiento de estos depósitos desde el segundo trimestre de 2022 (gráfico 27) se explica por su sustitución a gran escala por depósitos a plazo y por el menor crecimiento económico. Esta redistribución de carteras ha sido provocada por la remuneración más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista. Esta evolución está en línea con los patrones históricos durante ciclos de endurecimiento, en los que la remuneración de los depósitos a la vista se ajusta lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales, mientras que la remuneración de los depósitos a plazo se ajusta con mayor rapidez, lo que da lugar a una ampliación de los diferenciales de tipos de interés. Sin embargo, el desplazamiento hacia los depósitos a plazo en el ciclo de endurecimiento actual es más acusado que en ciclos de endurecimiento anteriores, ya que los depósitos a la vista habían adquirido un peso mayor de lo habitual durante el período de bajos tipos de interés, en el que el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos era particularmente reducido.

Gráfico 27

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

La expansión monetaria se moderó significativamente en el cuarto trimestre de 2022 y en enero de 2023 a causa de sus componentes más líquidos y del menor ritmo de avance del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 3,5 % en enero, desde el 4,1 % registrado en diciembre (gráfico 27). La tendencia a la baja siguió estando impulsada por la eliminación progresiva de las compras netas de activos del Eurosistema y de las TLTRO, el menor dinamismo del crédito en un entorno de subidas de los tipos de interés y el desplazamiento gradual de las entidades de crédito hacia fuentes de financiación a más largo plazo. Las salidas monetarias de la zona del euro hacia el resto del mundo frenaron el crecimiento de M3 en enero en un contexto de ventas netas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes. En cuanto a los componentes del agregado monetario amplio, el crecimiento del agregado estrecho M1 volvió a registrar un marcado descenso y pasó a terreno negativo por primera vez desde la creación de la Unión Económica y Monetaria, por lo que su contribución al crecimiento de M3 fue negativa. Esta evolución también se está viendo determinada por el desplazamiento de fondos desde los depósitos a la vista hacia los depósitos a plazo, mejor remunerados, en el contexto de tipos de interés más elevados.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro siguen mejorando, pero las ratios de déficit y de deuda permanecen muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Se espera que la ratio de déficit de la zona descienda hasta situarse en el 3,4 % en 2023 y en el 2,4 % en 2024, y que se mantenga en ese nivel en 2025. A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser neutral en 2025. 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. Las proyecciones fiscales de referencia siguen sujetas a una incertidumbre elevada, sobre todo en relación con la magnitud del apoyo energético ante la caída reciente de los precios de la energía. Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas fiscales que no se ajusten a estos principios aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Asimismo, en la declaración del Eurogrupo del 13 de marzo de 2023 se insta a los Estados miembros a que continúen retirando paulatinamente las medidas de apoyo energético si no se producen nuevas perturbaciones de precios, lo que contribuiría también a reducir los déficits públicos. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deberían estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará durante el horizonte de proyección^{7, 8}. Se prevé

que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,4 % del PIB en 2023, que registre una caída más significativa en 2024, hasta el 2,4 % del PIB, y que se mantenga sin variación en 2025 (gráfico 28). La reclasificación estadística de los créditos fiscales para financiar mejoras en la construcción de viviendas en Italia, que pasaron de contabilizarse según el criterio de caja a basarse en el principio de devengo, dio lugar a revisiones significativas de la previsión de déficit fiscal de la zona del euro. El déficit se revisó al alza en unos 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2022 (hasta el 3,7 % del PIB), y a la baja en torno a 0,1 puntos porcentuales durante el resto del horizonte de proyección. Aparte de la reclasificación estadística de Italia, a falta de novedades presupuestarias

⁷ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023», publicadas en el sitio web del BCE el 16 de marzo de 2023.

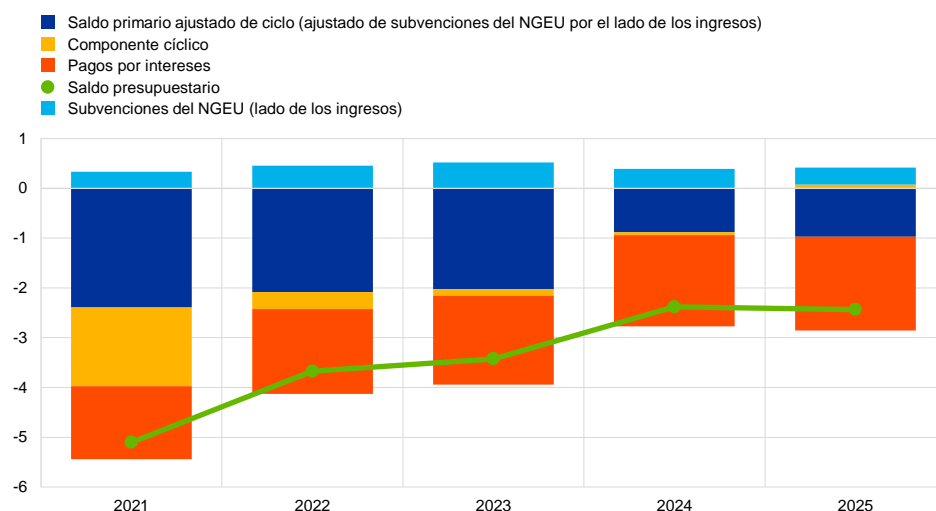
⁸ Los datos históricos de Italia y de la zona del euro no se podrán revisar hasta que se publique el conjunto de datos completo sobre las notificaciones a efectos del procedimiento de déficit excesivo.

importantes, las perspectivas de déficit de la zona del euro se ven influidas principalmente por el reajuste a la baja de las medidas de apoyo fiscal que están aplicando los Gobiernos en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación. Ahora se estima que estas medidas serán equivalentes al 1,8 % del PIB de la zona del euro en 2023, frente a un porcentaje superior al 1,9 % del PIB en las proyecciones de diciembre, y al 0,5 % del PIB en 2024 (recuadro 9).

Gráfico 28

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



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

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro. El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y sus componentes se han ajustado por el impacto estimado de una reclasificación estadística en Italia durante el período de referencia de las proyecciones relativas a las finanzas públicas (2022-2025). Para los datos anteriores (2021), este ajuste estará disponible en el contexto de las notificaciones a Eurostat de abril de 2023 a efectos del procedimiento de déficit excesivo y de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023 (de próxima publicación en ambos casos).

Se estima que la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser neutral en 2025⁹. La orientación prácticamente neutral de la política

fiscal en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de los ingresos extraordinarios de 2021 a 2022, que se verá ampliamente compensada por cierto endurecimiento de las medidas discrecionales generales, reflejo de la retirada de parte de las medidas de estímulo aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la crisis de la pandemia y de la reclasificación estadística en Italia. Se prevé que, en 2024, el tono de la política fiscal se endurezca de forma más significativa, principalmente como consecuencia de la retirada 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

⁹ 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.

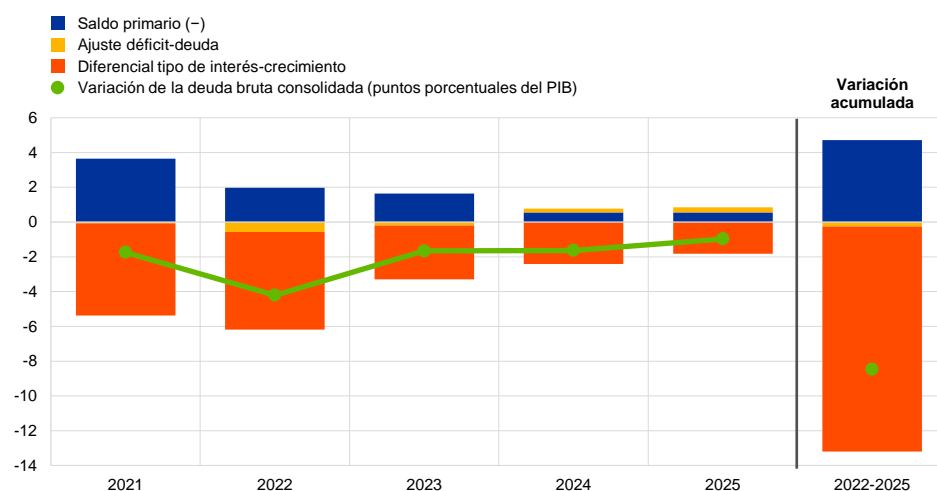
fondos concedidos en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) se reduzca con respecto a 2023, mientras que cierta reversión adicional de los ingresos extraordinarios mitigaría el endurecimiento de la orientación fiscal en 2024-2025.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe descendiendo hasta situarse ligeramente por debajo del 87 % del PIB en 2025. Después de que la ratio de deuda aumentara unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020, debido a las respuestas de los Gobiernos de la zona del euro a la crisis del COVID-19, se espera que dicha ratio alcance el 91 % del PIB en 2022, descienda hasta aproximadamente el 89 % del PIB en 2023 y vuelva a caer hasta situarse en torno al 87 % del PIB en 2025. Esta reducción obedece, sobre todo, a unos diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal que, aunque disminuyeron después de 2022, se prevé que sigan compensando con creces los déficits primarios (gráfico 29). Los ajustes entre déficit y deuda deberían ser prácticamente neutros en términos acumulados durante todo el horizonte de proyección. Pese a esta disminución gradual, para 2025 se espera que la ratio agregada de deuda de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia (en casi 3 puntos porcentuales).

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 BCE de marzo de 2023.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, la trayectoria del saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para el período 2023-2025.

Esta revisión al alza es solo marginal, pese al aumento esperado de los pagos por intereses entre 2024 y 2025. La ratio de deuda se ha revisado a la baja, lo que refleja sobre todo la mejora del saldo primario.

Las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y

adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía.

Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. Tras la publicación de la [Comunicación de la Comisión Europea 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 para la sesión del Consejo ECOFIN del 14 de marzo de 2023](#), la reforma de la gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Recuadros

1 ¿Qué determina los efectos de contagio de las perturbaciones de política monetaria estadounidense a las economías emergentes?

Erik Andres Escayola, Peter McQuade, Christofer Schroeder y Marcel Tirpák

Las economías emergentes se enfrentan a un entorno macroeconómico difícil e incierto, con un debilitamiento de la demanda mundial, una inflación elevada en un contexto de perturbaciones de oferta y un endurecimiento sincronizado de la política monetaria. Todos estos factores afectan adversamente al crecimiento. En este recuadro se examina uno de estos factores adversos (el impacto del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos) y se analizan los factores y los canales que determinan los efectos de contagio a economías emergentes de gran tamaño y de importancia sistémica. En conjunto, las economías emergentes han mostrado por lo general una mayor capacidad de resistencia frente a cambios en las condiciones financieras mundiales durante el ciclo de endurecimiento actual que en el pasado, lo que podría deberse a la reducción de sus vulnerabilidades macrofinancieras en las últimas décadas. Sin embargo, hay cierta heterogeneidad en el comportamiento de los países a este respecto. Se observa que el impacto de las perturbaciones de política monetaria estadounidense varía de unas economías emergentes a otras y viene determinado por las vulnerabilidades macrofinancieras y las medidas de política monetaria nacionales.

Se utiliza un modelo empírico de proyecciones locales para estudiar cómo responden las variables macroeconómicas y macrofinancieras en las economías emergentes a perturbaciones de política monetaria originadas en Estados Unidos¹. Mediante la utilización de las perturbaciones de política monetaria estadounidense de alta frecuencia como principal variable explicativa, se estiman las funciones de impulso-respuesta de las variables macrofinancieras y se analiza de qué forma estas respuestas están influidas por las características específicas de las economías en cuestión. Los resultados de referencia muestran que un endurecimiento por sorpresa de la política monetaria en Estados Unidos

¹ Nuestro análisis se basa en M. Jarociński y P. Karadi, «Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, abril de 2020, pp. 1-43, y G. Georgiadis y M. Jarociński, «Global implications of multi-dimensional US monetary policy normalisation», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación. Los anuncios del banco central pueden revelar información tanto sobre la orientación de la política monetaria (política monetaria pura) como sobre su análisis de las perspectivas económicas (información del banco central). Este recuadro se centra en las perturbaciones de política monetaria pura, dado que lo que interesa es el efecto de las políticas de la Reserva Federal sobre las economías emergentes. Se utiliza un modelo de proyecciones locales dependientes del estado en el que la dependencia del estado se modeliza empleando una función logística, como en A. J. Auerbach e Y. Gorodnichenko, «Measuring the Output Responses to Fiscal Policy», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n.º 2, mayo de 2012, pp. 1-27.

suele ir asociado a un endurecimiento inmediato de las condiciones financieras en una economía emergente, tras el cual la producción industrial y la inflación disminuyen. Este efecto alcanza su pico después de 18 meses, aproximadamente². Estas respuestas capturan el efecto del componente sorpresa de la política monetaria estadounidense, más que el componente sistemático; tienen el signo esperado y su magnitud es económicamente significativa.

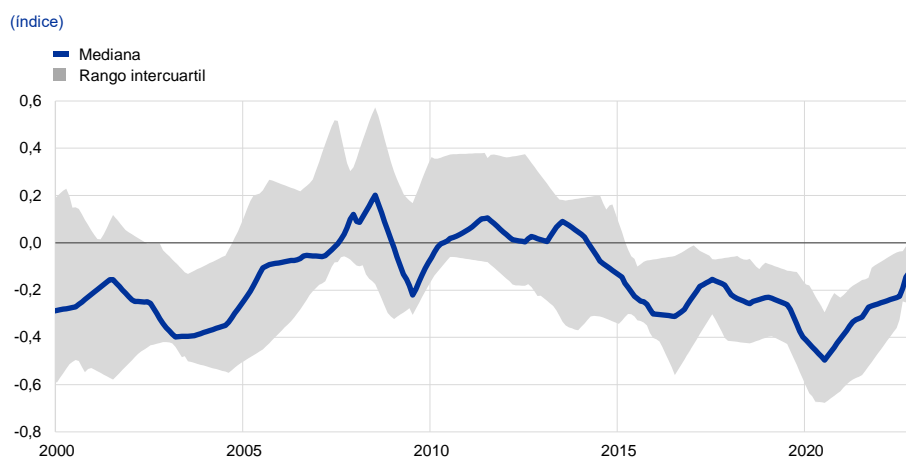
Las economías emergentes con mayores vulnerabilidades responden con más fuerza a las perturbaciones de política monetaria estadounidense. La mayor capacidad de resistencia que han mostrado las economías emergentes hasta la fecha podría asociarse a su menor nivel de vulnerabilidad macrofinanciera. Una medida de la vulnerabilidad sugiere que las economías emergentes han pasado a ser menos vulnerables, en general, a lo largo de la pasada década, aunque parte de dicha tendencia a la baja se ha invertido debido a la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico A)³. Si esta variable de vulnerabilidad se incluye en regresiones en interacción con las perturbaciones de política monetaria estadounidense, se observa que las condiciones financieras, la producción industrial y la inflación medida por el IPC responden en mayor medida cuando un país se encuentra en un estado más vulnerable (puntos rojos del gráfico B) que cuando está en un estado de menor vulnerabilidad (puntos verdes del gráfico B).

² Una perturbación de política monetaria estadounidense que resulte en un aumento de una desviación típica en el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a cinco años en la muestra de estimación va asociada, en la economía emergente mediana, a un endurecimiento de alrededor de una desviación típica (0,02 puntos porcentuales —pp—) del índice de condiciones financieras, a un descenso de una desviación típica (0,3 pp) en la producción industrial y a una caída de un tercio de una desviación típica (0,08 pp) en la inflación medida por el IPC.

³ La medida de la vulnerabilidad macrofinanciera que se utiliza en este análisis resume la vulnerabilidad de las economías emergentes en términos de desajustes en los tipos de cambio, anclaje de las expectativas de inflación y pasivos exteriores denominados en dólares estadounidenses. Estas variables son particularmente relevantes en la coyuntura actual de elevada inflación y fortalecimiento del dólar.

Gráfico A

Una medida de la vulnerabilidad para las economías emergentes



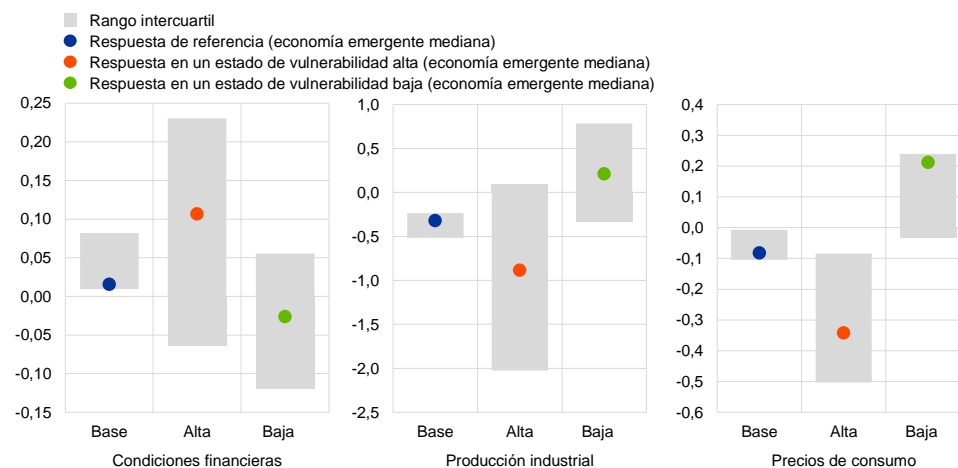
Fuentes: Haver Analytics, Refinitiv, Georgiadis y Jarociński (*op. cit.*) y cálculos del BCE.

Notas: El índice de vulnerabilidad se basa en los componentes esenciales de cuatro variables principales, a saber: i) la diferencia en los tipos de cambio efectivos reales calculada como la desviación respecto de la tendencia lineal (para tener en cuenta el efecto Balassa-Samuelson); ii) la diferencia en los tipos de cambio efectivos reales calculada como la desviación respecto de la media de las economías avanzadas (incluida porque las sobrevaloraciones han demostrado ser predictivas de crisis, como en P.-O. Gourinchas y M. Obstfeld, «Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 1, enero de 2012, pp. 226-265); iii) las tasas de inflación pasadas (para captar expectativas de inflación con un anclaje débil, como en S. Ahmed, O. Akinci y A. Queralto, «U.S. monetary policy spillovers to emerging markets: Both shocks and vulnerabilities matter», *International Finance Discussion Papers*, n.º 1321, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, julio de 2021), y iv) los pasivos de deuda denominados en dólares estadounidenses en relación con el PIB (para capturar las vulnerabilidades de la posición exterior). La muestra de países incluye once economías emergentes (Brasil, Chile, China, Corea del Sur, India, Malasia, México, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía) y tres Estados miembros de la UE (Hungría, Polonia y la República Checa). Los valores más altos indican una mayor vulnerabilidad. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

Gráfico B

El impacto de contracciones de la política monetaria estadounidense en las economías emergentes, por nivel de vulnerabilidad

(pico de las respuestas; puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński y Karadi (*op. cit.*), Georgiadis y Jarociński (*op. cit.*) y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra las respuestas de las variables dependientes en términos logarítmicos para economías con distintos niveles de vulnerabilidad. Mediante el uso de un modelo de proyecciones locales mensuales dependientes del estado (basado en Auerbach y Gorodnichenko, *op. cit.*), se señalan las estimaciones medianas para la especificación de referencia (puntos azules), un estado de vulnerabilidad alta (puntos rojos) y un estado de vulnerabilidad baja (puntos verdes). Las barras grises muestran los rangos intercuartiles, que indican la heterogeneidad de las respuestas. Las respuestas se han escalado para mostrar el impacto de una perturbación de política monetaria pura originada en Estados Unidos que da lugar a una variación de una desviación típica en el rendimiento del instrumento financiero subyacente (bonos del Tesoro estadounidense a cinco años). En el panel izquierdo, los valores más elevados indican unas condiciones financieras más restrictivas.

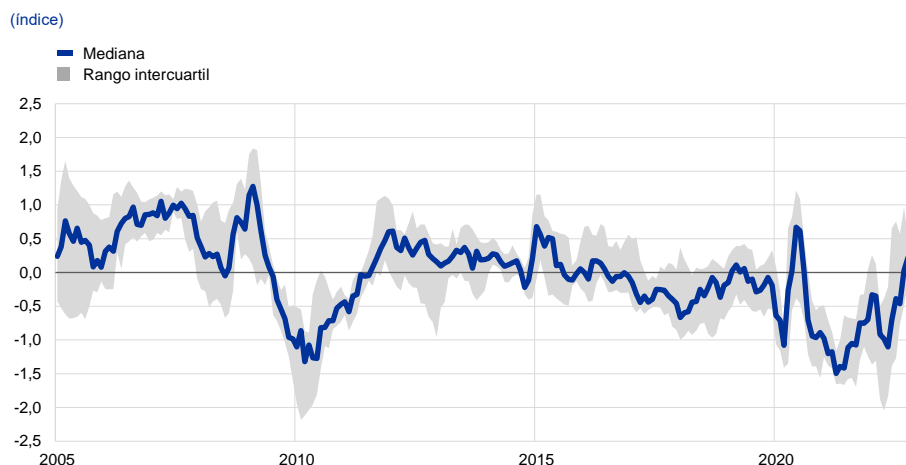
Además, la orientación de las políticas monetarias nacionales de las economías emergentes también ayuda a determinar sus respuestas a las perturbaciones de política monetaria estadounidense. En el actual ciclo de endurecimiento global, muchas economías emergentes comenzaron a subir sus tipos de interés bastante antes que Estados Unidos. Ello puede obedecer, en parte, a la mejora de los marcos de política monetaria, ya que muchos bancos centrales tienen ahora más independencia y mandatos más creíbles para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios. Al mismo tiempo, los bancos centrales de las economías emergentes deben calibrar detenidamente sus respuestas de política monetaria al entorno macroeconómico actual, contrarrestando los riesgos para la credibilidad que tanto les ha costado ganarse, y teniendo en cuenta también el importante papel que han jugado las perturbaciones de oferta en el repunte de la inflación a nivel mundial.

Como consecuencia del rápido ritmo de las subidas de tipos de interés observado hasta el momento, los tipos oficiales de muchas economías emergentes están próximos a los niveles implícitos en las estimaciones de sus funciones de reacción de política monetaria. La función de reacción de la política monetaria proporciona un indicador de referencia básico, pero valioso, de cómo suelen reaccionar los tipos de interés oficiales del banco central de una economía emergente a los cambios en las expectativas de inflación y de producto y a la situación cíclica de la economía (entre otras cosas) sobre la base de coeficientes estimados utilizando un análisis de regresión. El gráfico C presenta la comparación de los tipos de interés oficiales efectivos de los bancos centrales con dichos indicadores de referencia; los valores positivos indican que la política monetaria es más restrictiva de lo que indicarían las estimaciones de la función de reacción de un banco central, y viceversa. Ello muestra que, pese a las recientes perturbaciones de oferta y al acusado aumento de la inflación, los tipos de interés oficiales de los bancos centrales de la mayoría de las economías emergentes incluidas en la muestra ahora son coherentes con sus funciones de reacción típicas⁴.

⁴ Esto se produce tras un período de política monetaria más laxa en respuesta a la pandemia de COVID-19.

Gráfico C

Comparación de los tipos de interés oficiales de las economías emergentes con los niveles implícitos en las funciones de reacción de sus bancos centrales



Fuentes: Haver Analytics, Refinitiv y cálculos del BCE.

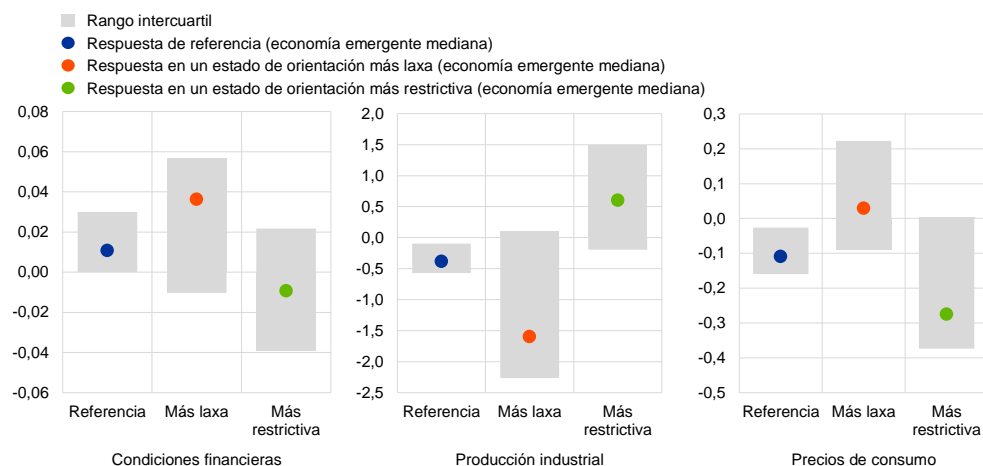
Notas: Este índice se construye como la diferencia entre i) el tipo de interés efectivo de la economía emergente y ii) el tipo de interés oficial implícito en una función de reacción del banco central estimada empíricamente (como en O. Coibion e Y. Gorodnichenko, «Why Are Target Interest Rate Changes So Persistent?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 4, octubre de 2012, pp. 126-162). Las principales variables explicativas incluyen las expectativas de inflación y de crecimiento del producto a un año vista, y la situación cíclica de la economía capturada por las estimaciones contemporáneas de la brecha de producción. Además, se controla por el tipo de cambio efectivo real y por los precios del petróleo. La muestra incluye nueve economías emergentes (Brasil, Chile, China, Corea del Sur, India, Malasia, Rusia, Sudáfrica y Tailandia) y tres Estados miembros de la UE (Hungria, Polonia y la República Checa). La muestra es más pequeña que en el gráfico A, y la serie temporal es más corta, debido a la disponibilidad de los datos necesarios para estimar las funciones de reacción de los bancos centrales. Los valores positivos indican que la política monetaria es más restrictiva de lo que indicarían las estimaciones de la función de reacción del banco central, y viceversa. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

El impacto de las perturbaciones de política monetaria originadas en Estados Unidos puede mitigarse mediante una política monetaria nacional prudente en las economías emergentes. Nuestros resultados empíricos sugieren que, cuando la política monetaria de una economía emergente es como mínimo igual de restrictiva que lo que indican las estimaciones de la función de reacción de su banco central, los efectos de contagio de la política monetaria estadounidense a las condiciones financieras y a la producción industrial suelen ser más limitados (puntos verdes del gráfico D), en comparación con una situación en la que la política monetaria es más laxa de lo que sugeriría la función de reacción (puntos rojos del gráfico D).

Gráfico D

El impacto de contracciones de la política monetaria estadounidense en las economías emergentes, por orientación de la política monetaria

(pico de las respuestas; puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński y Karadi (*op. cit.*) y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra las respuestas de las variables dependientes en términos logarítmicos dependiendo de la orientación de la política monetaria de las economías, en comparación con las funciones de reacción de sus bancos centrales. Mediante la utilización de un modelo de proyecciones locales mensuales dependientes del estado (basado en Auerbach y Gorodnichenko, *op. cit.*), se señalan las estimaciones medianas para la especificación de referencia (puntos azules), un estado en el que los tipos de interés oficiales se sitúan por debajo de los niveles implícitos en las funciones de reacción de los bancos centrales (puntos rojos) y un estado en el que los tipos de interés oficiales se sitúan por encima de dichos niveles (puntos verdes). Las barras grises muestran los rangos intercuartiles, que indican la heterogeneidad de las respuestas. Las respuestas se han escalado para mostrar el impacto de una perturbación de política monetaria pura originada en Estados Unidos que da lugar a una variación de una desviación típica en el rendimiento del instrumento financiero subyacente (bonos del Tesoro estadounidense a cinco años). En el panel izquierdo, los valores más elevados indican unas condiciones financieras más restrictivas.

En resumen, nuestro análisis empírico sugiere que la sensibilidad de las economías emergentes a efectos de contagio de la política monetaria estadounidense puede verse amplificada o atenuada por las vulnerabilidades macrofinancieras y por las medidas de política monetaria nacionales.

Muchas economías emergentes se enfrentan actualmente a los mismos tipos de presiones inflacionistas y perturbaciones de oferta que las economías avanzadas. Sus bancos centrales han participado en el actual ciclo de endurecimiento global, o incluso se han adelantado algo a él, tratando de conservar su credibilidad y de mantener la inflación anclada. Esta evolución contrasta con el ciclo de endurecimiento que se produjo tras la crisis financiera mundial, cuando los bancos centrales de las economías avanzadas fueron los primeros en comenzar a endurecer la política monetaria. Nuestros resultados sugieren que mantener una orientación prudente en la política monetaria ayuda a mitigar los efectos de contagio de la política monetaria estadounidense. También indican que la menor vulnerabilidad de las economías emergentes en comparación con el pasado podría estar contribuyendo a protegerlas de las tensiones, aunque hay cierta heterogeneidad entre países a este respecto.

2 La evolución de los precios del petróleo y los flujos de petróleo ruso desde el embargo de la UE y el tope a los precios del G-7

Jakob Feveile Adolfsen, Rinalds Gerinovics, Ana-Simona Manu y Adrian Schmith

En los últimos meses han entrado en vigor nuevas sanciones a las exportaciones de petróleo de Rusia, como la prohibición de la UE de importar petróleo ruso por vía marítima y los toques a los precios del petróleo de este país en respuesta a su persistente guerra de agresión contra Ucrania. La prohibición a las importaciones de crudo ruso por mar decretada por la UE entró en vigor el 5 de diciembre de 2022, tras la cual se produjo un embargo de los productos refinados del petróleo a partir del 5 de febrero de 2023. En paralelo a los embargos de la UE, el G-7, la UE y otros países asociados también han prohibido la prestación de servicios marítimos¹ para el envío de crudo y productos petrolíferos de Rusia, salvo que el petróleo se adquiriera a un precio igual o inferior al tope establecido². El tope a los precios del petróleo ruso se fijó en 60 dólares estadounidenses por barril, que actualmente está por encima del precio de venta de mercado de la mayoría de las exportaciones de crudo ruso. Se impusieron dos niveles de precios máximos a los productos refinados: uno de 100 dólares estadounidenses por barril para los productos petrolíferos que se negocian con una prima con respecto al crudo, como el diésel, el keroseno y la gasolina, y otro de 45 dólares por barril para los negociados con un descuento, como el fueloil y la nafta. La finalidad del mecanismo de limitación de precios es restringir los ingresos que Rusia obtiene del petróleo topando su precio, pero permitiendo al mismo tiempo el suministro de petróleo ruso al mercado mundial para evitar así que se produzcan repuntes en los precios internacionales de esta materia prima. En este recuadro se presenta un análisis inicial del impacto de las nuevas sanciones sobre los precios del crudo en los mercados mundiales y sobre las exportaciones de petróleo ruso por vía marítima.

Rusia ya había redirigido gran parte de su oferta de petróleo antes de que entraran en vigor el embargo de la UE y el tope a los precios del G-7. Rusia exportaba unos 8 millones de barriles de petróleo diarios a un grupo muy variado de socios comerciales antes de su invasión de Ucrania. Dos terceras partes eran exportaciones de crudo y la tercera parte restante de productos refinados del petróleo, que en conjunto se transportaban principalmente por vía marítima (panel a del gráfico A). Menos de un tercio del petróleo exportado se transportaba hasta los clientes a través de oleoductos. Los envíos a la UE supusieron casi la mitad de las exportaciones de petróleo de Rusia a principios de 2022, pero los patrones de

¹ Estos servicios incluyen servicios de negociación e intermediación de materias primas, financiación, transporte marítimo, seguros (incluidas las coberturas de protección e indemnización), abanderamiento y despacho de aduanas.

² El G-7, la UE y Australia conforman la Coalición de Límites de Precios, mientras que Albania, Bosnia y Herzegovina, Islandia, Liechtenstein, Montenegro, Macedonia del Norte, Noruega, Suiza y Ucrania se han comprometido a aplicar las sanciones impuestas por la UE contra Rusia.

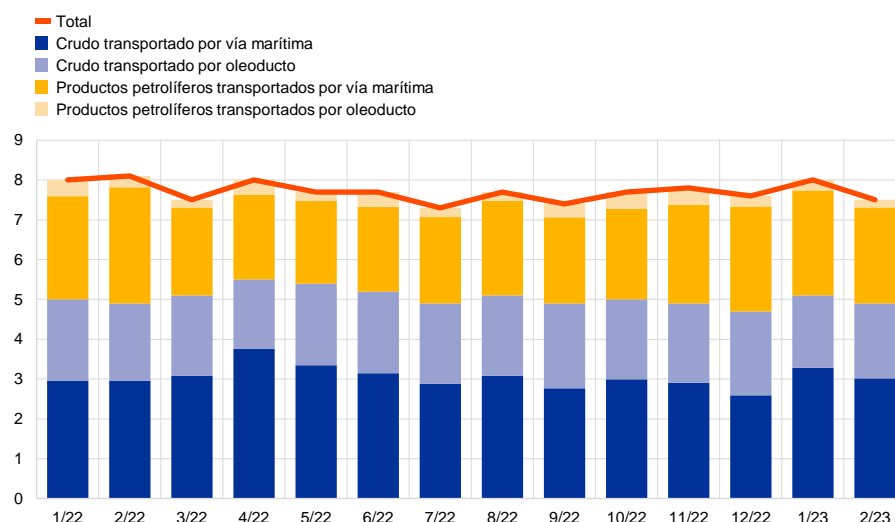
comercio cambiaron de forma significativa en el transcurso del año. El anuncio en junio de un próximo embargo de la UE y el comportamiento «autosancionador» de los consumidores europeos se tradujeron en una reducción de las exportaciones de petróleo ruso por mar de casi un 70 % (1,4 millones de barriles diarios) entre febrero y noviembre de 2022. Rusia redirigió estas exportaciones principalmente hacia países asiáticos (panel b del gráfico A), por lo que el volumen agregado de envíos de petróleo de Rusia por vía marítima prácticamente no varió. En particular, se exportó más petróleo a China y a la India, de forma que las exportaciones de crudo ruso a estos dos países aumentaron hasta representar un total del 70 %, aproximadamente, en noviembre de 2022 (antes de la entrada en vigor del nuevo régimen de sanciones el 5 de diciembre de 2022), frente a apenas un 20 % en el período previo a la guerra.

Gráfico A

Evolución de las exportaciones de petróleo ruso con la entrada en vigor de las sanciones relacionadas con la guerra

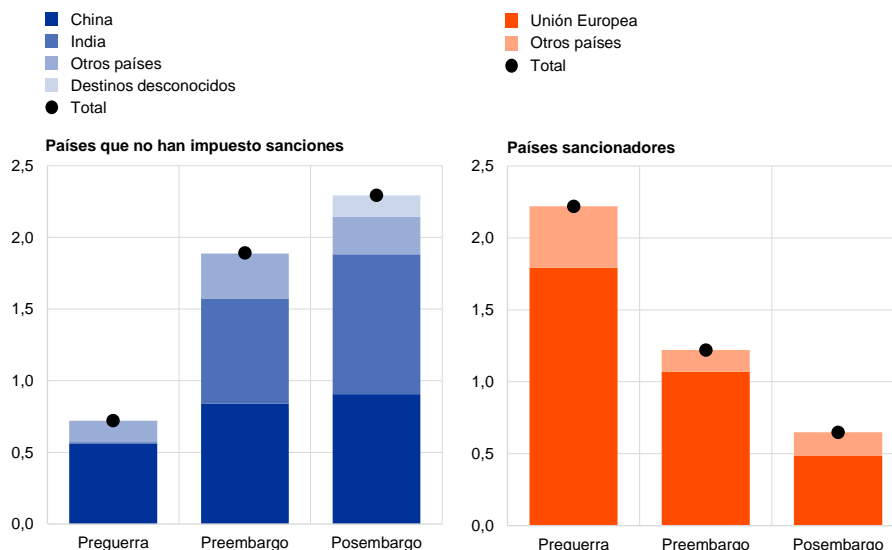
a) Total de exportaciones de petróleo de Rusia, por tipo de producto y vía de suministro

(millones de barriles diarios)



b) Exportaciones de petróleo ruso por vía marítima antes de la guerra y en torno a la fecha de entrada en vigor del embargo de la UE

(millones de barriles diarios)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía (AIE), Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Se asume que las cifras facilitadas por la AIE sobre el total de exportaciones mensuales de crudo de Rusia incluyen el petróleo transportado en buques y por oleoductos, al igual que en el caso de las cifras relativas al total de exportaciones mensuales de productos refinados del petróleo de Rusia. Las discrepancias con respecto a los datos de la AIE sobre las exportaciones de petróleo por vía marítima pueden deberse al uso de distintas fuentes de datos subyacentes para el sistema automático de identificación (AIS, por sus siglas en inglés). Panel b: Los países sancionadores son Canadá, Australia, Japón, Albania, Bosnia y Herzegovina, Islandia, Liechtenstein, Montenegro, Macedonia del Norte, Noruega, Ucrania, Suiza, Estados Unidos, Reino Unido y la UE-27, mientras que el grupo de países que no han impuesto sanciones incluye al resto. Los envíos por mar a destinos desconocidos se incluyen en las barras que representan a los países que no han impuesto sanciones. En los datos solo se tienen en cuenta las mezclas rusas, excluida la mezcla de crudo kazajo. «Preguerra» se refiere al período comprendido entre el 1 de noviembre de 2021 y el 23 de febrero de 2022, «Preembargo» al transcurrido entre el 24 de febrero y el 4 de diciembre de 2022, y «Posembargo» al período comprendido entre el 5 de diciembre de 2022 y el 14 de marzo de 2023. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 para el panel a y al 14 de marzo de 2023 para el panel b.

Inicialmente las nuevas sanciones causaron una caída considerable de las exportaciones de crudo de Rusia por vía marítima, pero los volúmenes de exportación se han recuperado desde entonces. En las primeras semanas que siguieron al 5 de diciembre de 2022, las exportaciones de crudo ruso por mar se redujeron un 35 %, debido a que los flujos hacia la UE cayeron drásticamente³. Las exportaciones a la India, China y Turquía también descendieron al entrar en vigor las nuevas sanciones, aunque estos países no se adhirieron al mecanismo de limitación de precios del petróleo. Sin embargo, tras ese desplome inicial, las exportaciones de crudo se han recuperado gracias a un nuevo redireccionamiento de los envíos de crudo desde los países sancionadores hacia los que no han aplicado sanciones. No obstante, no se dispone de estadísticas completas, dado que un volumen significativo de petróleo ruso se clasifica como crudo cargado en petroleros con destino no revelado. En total, el volumen de exportaciones de crudo de Rusia por vía marítima prácticamente no ha variado, en promedio, desde la entrada en vigor de las sanciones impuestas al crudo en comparación con lo observado en noviembre de 2022.

Los precios mundiales del petróleo han registrado una volatilidad limitada pese al embargo de crudo impuesto por la UE y el tope a los precios de esta materia prima. Desde el 5 de diciembre de 2022, los precios internacionales del crudo han descendido un 9 %. Las estimaciones de los modelos sugieren que la oferta de petróleo ha contribuido negativamente a los precios de esta materia prima (gráfico B), lo que puede explicarse por el impacto relativamente reducido en el volumen de exportaciones de crudo ruso por mar si se compara con las expectativas iniciales de caídas más significativas. Asimismo, pueden estar influyendo otros factores, como el aumento de la producción en Kazajistán y Nigeria, que ha respaldado también la oferta mundial de petróleo durante este período. Estos desarrollos contrastan con la evolución del precio del petróleo inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania, cuando la preocupación por la escasez de oferta a escala mundial fue el principal determinante del repunte observado en los precios de esta materia prima durante la primavera de 2022 ante el temor de disrupciones en el suministro procedente de Rusia.

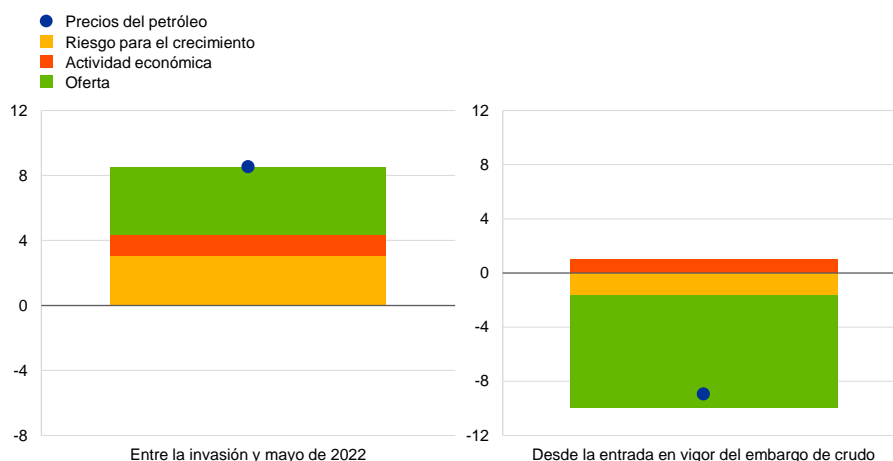
³ Seguían llegando pequeñas cantidades de crudo a Bulgaria, al que se ha eximido temporalmente de cumplir el embargo. Es probable que las exportaciones a otros países pertenecientes a la UE tras el 5 de diciembre estén relacionadas con exenciones de aplicación, ya que los buques cargados antes de la fecha del embargo podían seguir entregando petróleo ruso.

Gráfico B

Evolución de los precios del petróleo

Descomposición, basada en modelos, de la variación de los precios del Brent

(variaciones porcentuales acumuladas diarias)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Se emplea el modelo diario de petróleo de F. Venditti y G. Veronese, «Global financial markets and oil price shocks in real time», *Working Paper Series*, n.º 2472, BCE, septiembre de 2020. Las perturbaciones estructurales se estiman utilizando el precio al contado, el diferencial entre los precios de los futuros y al contado, las expectativas de mercado sobre la volatilidad del precio del petróleo y el índice bursátil. El componente de riesgo identifica la incertidumbre relativa al crecimiento y a la demanda de petróleo, mientras que el de actividad económica identifica las perturbaciones en la demanda actual derivadas de cambios en la actividad económica. Se toma el 24 de febrero de 2022 como fecha de la invasión rusa de Ucrania. El embargo de petróleo se impuso el 5 de diciembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 14 de marzo de 2023.

El petróleo ruso siguió negociándose con un descuento. El petróleo de los Urales —el principal tipo de crudo exportado desde Rusia hacia Europa— se ha vendido con un descuento elevado con respecto al Brent desde la invasión rusa de Ucrania porque numerosas empresas europeas se han abstenido de comprarlo. Antes de la invasión, el diferencial entre el Brent y el crudo de los Urales era reducido, de unos 3 dólares estadounidenses por barril, pero aumentó posteriormente hasta situarse en alrededor de 35 dólares por barril. Inmediatamente después de la aplicación de las nuevas sanciones al crudo ruso, este descuento aumentó, aunque luego retornó a los niveles observados antes de diciembre de 2022⁴. En cambio, el precio de mercado del crudo ruso de grado Siberia Oriental-Océano Pacífico (ESPO, por sus siglas en inglés), que se exporta habitualmente a Asia, se ha situado en niveles más próximos a los precios internacionales del petróleo y se ha mantenido por encima del tope aplicado. Ello puede deberse a que alrededor del 45 % de las exportaciones de petróleo ruso a Asia oriental se transportan hasta China por oleoductos, que no se ven afectados por las sanciones del G-7 y de los países de la UE. Además, tradicionalmente el petróleo ESPO se ha transportado en petroleros abanderados en países no pertenecientes al G-7 y a la UE, por lo que es más fácil transportar crudo ESPO de Rusia sin estar sujeto a las nuevas sanciones.

⁴ Este análisis se centra en el precio sin costes de flete ni de seguro, ya que el tope al precio establecido se refiere al precio excluyendo costes de transporte. En concreto, los precios del crudo de los Urales utilizados son los precios «franco a bordo» en el puerto de Primorsk, según Refinitiv.

Las exportaciones de productos refinados del petróleo de Rusia disminuyeron ligeramente con la entrada en vigor de nuevas medidas.

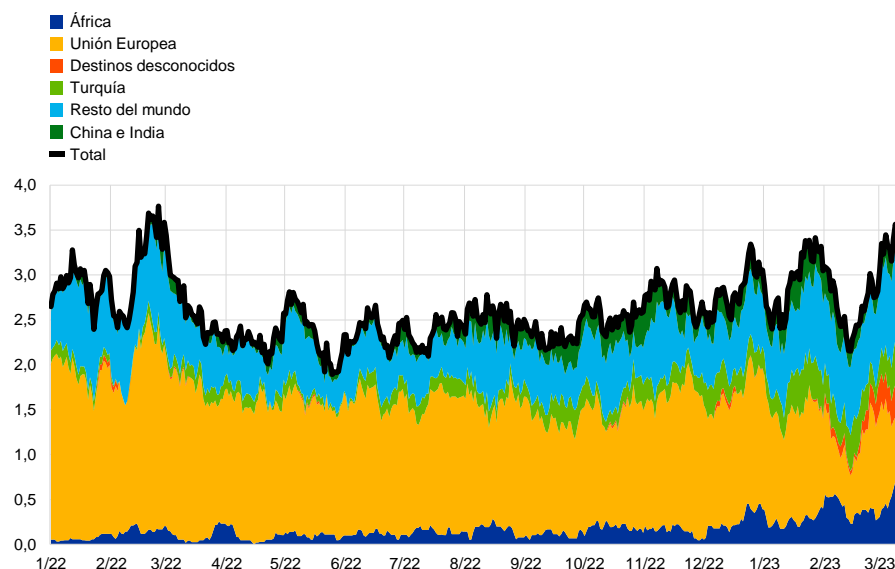
A diferencia de las exportaciones de crudo, Rusia solo redirigió un volumen limitado de productos refinados del petróleo desde la UE hacia otros países desde la invasión de Ucrania, lo que indica que podría resultarle más difícil reorientar estos productos hacia otros países que redirigir el crudo por vía marítima (panel a del gráfico C). Un motivo podría ser que China y la India, mercados que atrajeron grandes cantidades de crudo de Rusia, son exportadores netos de una gran variedad de productos petrolíferos refinados. Tras el anuncio de las sanciones en junio de 2022, las exportaciones rusas de estos productos aumentaron de forma gradual, gracias a los flujos con destino a África y Asia, pero con su entrada en vigor el 5 de febrero de 2023, esos flujos disminuyeron considerablemente. Sin embargo, desde entonces, Rusia ha sido capaz de contrarrestar la reducción de las importaciones de los Estados miembros de la UE aumentando en mayor medida sus exportaciones a África y a otros destinos que no han sido revelados. En general, en comparación con enero de 2023, las exportaciones agregadas de productos refinados se han reducido solo un 3 % desde la entrada en vigor de las sanciones.

Gráfico C

Evolución del mercado de productos refinados del petróleo

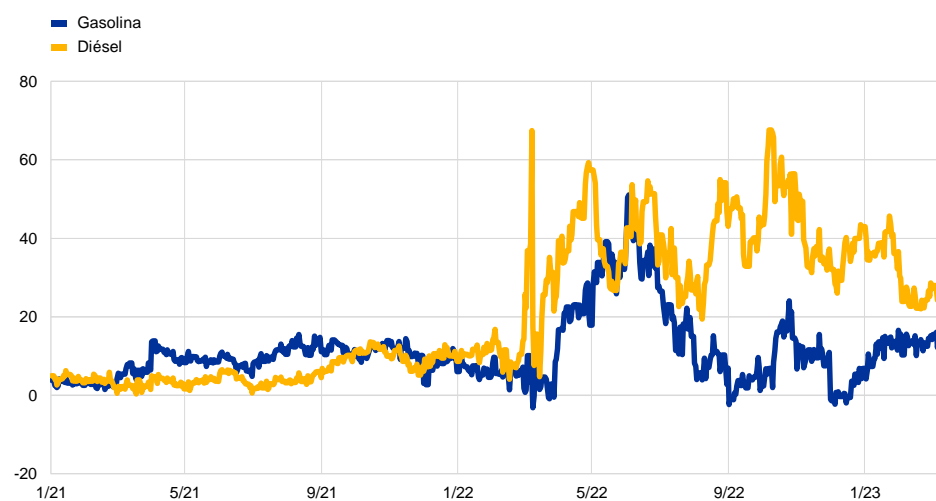
a) Exportaciones rusas por vía marítima de productos refinados del petróleo, por destino

(millones de barriles diarios, media móvil de diez días)



b) «Crack spreads» europeos

(dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Los productos refinados del petróleo son el diésel y el gasoil, los componentes de la gasolina, el combustible para aviación, el keroseno y la nafta. Los «crack spreads» son los diferenciales entre los precios del crudo y los del producto refinado del petróleo correspondiente. Las últimas observaciones corresponden al 14 de marzo de 2023 para ambos paneles.

El mercado del diésel europeo sigue estando tensionado pese al impulso dado por la UE a sus importaciones de productos refinados del petróleo antes del 5 de febrero. La UE aumentó considerablemente sus importaciones de productos petrolíferos refinados en torno al cambio de año, lo que refleja una mayor actividad comercial con Oriente Medio y Asia, así como un adelanto de las importaciones de fueloil y diésel procedentes de Rusia en previsión del embargo. La dependencia europea del diésel ruso ha generado una preocupación persistente sobre la escasez

de oferta, como refleja el acusado incremento del diferencial entre los precios del diésel y los del crudo —conocido también como el «crack spread» del diésel— desde que comenzó la guerra de Rusia en Ucrania (panel b del gráfico C). En las semanas próximas al 5 de febrero, las importaciones de diésel de la UE en términos agregados disminuyeron sensiblemente, pero los «crack spreads» también se redujeron, lo que sugiere que el mercado había anticipado el descenso inicial. La caída de los precios del diésel a escala global tras la recuperación de las existencias contribuyó también a la reducción de estos diferenciales. Con todo, el mercado europeo del diésel sigue estando tensionado, y los «crack spreads» se sitúan en niveles más elevados que antes del inicio de la guerra.

Todavía es posible que las sanciones tengan un impacto mayor en los mercados de petróleo mundiales. En primer lugar, el tope a los precios del crudo podría tener un efecto más acusado en las exportaciones de crudo de Rusia en los próximos meses, conforme los países sancionadores traten de mantener el nivel del precio máximo un 5 % por debajo, como mínimo, del precio de mercado del petróleo ruso. En futuras reevaluaciones del nivel del tope se podría comprobar si las sanciones están teniendo el efecto deseado, sobre todo habida cuenta de que Rusia prohibió oficialmente exportar petróleo a los países que se adhieran al mecanismo de limitación de precios a partir de febrero y que más del 60 % de los flujos de crudo ruso desde el Mar Báltico y el Mar Negro siguen estando asegurados por países sancionadores⁵. Rusia ya ha anunciado que va a reducir su producción de petróleo a partir de marzo de 2023 en respuesta a la imposición de las sanciones, con un recorte equivalente a alrededor del 0,5 % de la oferta mundial de crudo. En segundo lugar, el embargo de los productos refinados del petróleo y el mecanismo de limitación de precios correspondiente aún están en una fase temprana de aplicación⁶, lo que implica que sigue existiendo un alto grado de incertidumbre sobre su impacto definitivo en los mercados de estos productos. Puede que, con el tiempo, el embargo genere presiones adicionales sobre el precio en el mercado europeo del diésel que ya está tensionado, lo que obligaría a la UE a pujar por barriles de diésel de Estados Unidos y Oriente Medio, compitiendo con los clientes tradicionales de esos proveedores.

⁵ Véase «[Weekly snapshot – Russian fossil fuels 6 to 12 February 2023](#)» del Centre for Research on Energy and Clean Air.

⁶ La aplicación del tope a los precios de los productos refinados del petróleo incluye un período de reducción gradual de 55 días para los productos petrolíferos rusos transportados por vía marítima que se adquieran por encima del precio máximo, siempre que estos se hayan cargado en un buque en el puerto de carga antes del 5 de febrero de 2023 y que se descarguen en el puerto final de destino antes del 1 de abril de 2023.

Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann y Baptiste Meunier

En los últimos años, las consideraciones geopolíticas han empezado a influir cada vez más en las relaciones comerciales internacionales. Aunque la globalización era ya objeto de críticas antes de la pandemia de coronavirus (COVID-19), las tensiones geopolíticas las han intensificado recientemente, sobre todo como consecuencia de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania. Las disrupciones que ha experimentado el comercio mundial desde 2020 han suscitado preocupación sobre la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro y han avivado el debate sobre la seguridad económica. Por ello, algunos países han comenzado a adoptar medidas relativas a las cadenas de suministro destinadas a relocalizar la producción (*reshoring*) o a abastecerse de insumos de proveedores en países aliados (*friend-shoring*), con el fin de asegurarse el acceso a insumos esenciales (por ejemplo, la estrategia de «circulación dual» de China, la Ley de Chips [*Chips Act*] de Estados Unidos y la «autonomía estratégica abierta» de la Unión Europea [UE]¹).

Un escenario en el que las cadenas globales de valor (CGV) se reconfiguran en respuesta a la preocupación sobre la seguridad económica podría dar lugar a una reversión de la integración del comercio internacional. En este recuadro se realiza un análisis estilizado basado en modelos para cuantificar los posibles efectos económicos de un escenario hipotético de fragmentación del comercio mundial. En línea con los desarrollos recientes en la literatura académica y utilizando las crecientes tensiones geopolíticas entre Estados Unidos y China como ejemplo ilustrativo, se supone que la economía mundial se divide en un bloque oriental y un bloque occidental². En este escenario, los países son asignados a un bloque de manera mecánica en función de sus patrones de voto en la Asamblea

¹ Con arreglo a la política de «circulación dual» adoptada en 2020, China aspira a: i) integrar verticalmente la producción y alcanzar la autosuficiencia apoyándose en su enorme mercado interno, y ii) globalizar las empresas chinas. La «autonomía estratégica abierta» de la UE se refiere a la capacidad de la Unión para actuar de manera autónoma en áreas de política de importancia estratégica, sobre todo en la economía, garantizando la resiliencia del sistema industrial de la UE y su abastecimiento de insumos esenciales. La Ley de Chips de Estados Unidos de 2022 establece cuantiosas subvenciones e incentivos para la investigación, el desarrollo y la producción de componentes tecnológicos en Estados Unidos.

² Este escenario se modeliza, por ejemplo, en C. Góes y E. Bekkers, «[The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation](#)», *Staff Working Paper*, n.º ERSD-2022-09, Organización Mundial del Comercio, junio de 2022; G. Felbermayr, S. Gans, H. Mahlkow y A. Sandkamp, «[Decoupling Europe](#)», *Kiel Policy Brief*, n.º 153, Kiel Institute for the World Economy, julio de 2021, y G. Felbermayr, H. Mahlkow y A. Sandkamp, «[Cutting through the Value Chain: The Long-Run Effects of Decoupling the East from the West](#)», *Kiel Working Papers*, n.º 2210, Kiel Institute for the World Economy, marzo de 2022. Un escenario similar se utiliza también en M. Chepeliev, M. Maliszewska, I. Osorio-Rodarte, M. F. Seara e Pereira y D. van der Mensbrugge, «[Pandemic, Climate Mitigation, and Reshoring: Impacts of a Changing Global Economy on Trade, Incomes, and Poverty](#)», *Policy Research Working Paper*, n.º 9955, Banco Mundial, marzo de 2022, y D. Cerdeiro, S. Kothari y C. Redl, «[Asia and the World Face Growing Risks From Economic Fragmentation](#)», *Blog del FMI*, octubre de 2022.

General de las Naciones Unidas (ONU)³. En este escenario de fragmentación se asume que el comercio (en porcentaje del PIB) de insumos intermedios entre los dos bloques retrocede al nivel de mediados de los años noventa (es decir, antes de que se aplicaran políticas generalizadas de liberalización del comercio)⁴. El análisis se concentra únicamente en el comercio de insumos intermedios, en lugar de productos finales, porque la mayoría de las medidas adoptadas últimamente por los países se han centrado en el *reshoring/friend-shoring* de las CGV. Por último, se parte del supuesto de que este escenario de fragmentación se materializa mediante un aumento de las barreras no arancelarias al comercio entre los bloques (por ejemplo, en forma de regulación o estándares) en lugar de mediante la aplicación de aranceles, reflejo del ámbito de las políticas comerciales más recientes.

Los efectos económicos de la fragmentación del comercio se cuantifican utilizando un modelo multipaís y multisectorial de última generación desarrollado por Baqaee y Farhi⁵.

Este modelo permite obtener los efectos no lineales de un aumento de las barreras comerciales para una muestra de 41 países (o grupos de países) y 30 sectores⁶. El objetivo del análisis son los efectos sobre el bienestar, el comercio de bienes intermedios y los precios, desde una perspectiva tanto global como para los dos bloques⁷. Una ventaja fundamental de este modelo es que, al incluir interconexiones sectoriales, tiene en cuenta los efectos de amplificación de las perturbaciones en el comercio a través de las redes de producción, así como los efectos de sustitución por la vía del comercio internacional. El modelo considera las reacciones endógenas de los productores y los consumidores ante una perturbación comercial en una economía global

³ Los grupos de países reflejan la distribución de los países de Góes y Bekkers, *op. cit.* Los países se asignan a bloques geopolíticos de manera mecánica basándose en los resultados de votaciones en la ONU obtenidos de la base de datos Foreign Policy Similarity (FPS) de F. Hage, «Chance-Corrected Measures of Foreign Policy Similarity (FPSIM Version 2)», *Harvard Dataverse*, 2017. Se emplean votaciones del año 2015 para asignar los países a los bloques. La asignación es robusta al uso de votaciones de otros años de la FSP (2000, 2005 o 2010) y de votaciones más recientes en la ONU, por ejemplo, la de abril de 2022 sobre la suspensión de Rusia del Consejo de Derechos Humanos de la ONU. En última instancia, la asignación resultante refleja básicamente la división entre países avanzados y economías en desarrollo. Este enfoque sigue el de estudios similares en la literatura que se han basado en votaciones en la ONU para distinguir similitudes geopolíticas, como los de Góes y Bekkers, *op. cit.*, y R. Campos, J. Estefanía-Flores, D. Furceri y J. Timini, «Trade fragmentation», *mimeo*, 2023.

⁴ Más concretamente, la perturbación comercial se calibra de forma que el comercio de insumos intermedios entre bloques (en porcentaje del PIB mundial) implícito en el modelo corresponde al nivel observado en los datos desde mediados de los noventa. Las cifras históricas se basan en las tablas *input-output* globales (WIOT, por sus siglas en inglés) a largo plazo de M. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer y G. de Vries, «An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: The Case of Global Automotive Production», *Review of International Economics*, vol. 23(3), agosto de 2015, pp. 575-605. El modelo de Baqaee y Farhi se calibra utilizando la tabla *input-output* de 2017 del Banco Asiático de Desarrollo. La magnitud calibrada de la perturbación es un incremento del 20 % de las barreras no arancelarias (costes de comercio tipo «iceberg»).

⁵ D. R. Baqaee y E. Farhi, «Networks, Barriers, and Trade», *Econometrica*, de próxima publicación, 2023. Para conocer la aplicación de un modelo similar al impacto de la perturbación de los precios de la energía, véase el recuadro titulado «¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos» en este Boletín Económico.

⁶ La muestra incluye a todos los sectores de la economía, incluidas manufacturas, servicios, construcción, energía, minería y agricultura.

⁷ Se debe señalar que las cuantificaciones basadas en el modelo reflejan las respuestas de equilibrio general de los precios relativos. Los resultados se presentan en relación con el estado estacionario inicial. El modelo no incluye un canal de expectativas de inflación y asume un banco central que reacciona al impacto inflacionista de una perturbación que afecta a los costes comerciales moderando la demanda para contener las presiones sobre los precios.

interconectada. La transmisión se produce principalmente a través del canal de precios: un aumento de las barreras comerciales eleva los precios de las importaciones. En consecuencia, los productores de cada bloque optan por sustituir los insumos más caros del otro bloque, generando un *shock* de demanda para los proveedores posicionados en las fases anteriores (*upstream*) de las CGV, lo que ocasiona una disminución de los flujos comerciales entre los bloques. También se producen ajustes en las estructuras de producción dentro de los bloques y cambios en la demanda de factores de producción (capital y trabajo). A medida que los precios del capital y del trabajo se ajustan, la renta disponible de los hogares y los patrones de consumo también cambian. Estos canales de sustitución y reasignación generan efectos de equilibrio general en los precios, la demanda y la oferta, que a su vez inciden en el comercio, la producción y el bienestar de los dos bloques.

Se pueden obtener efectos de equilibrio general empleando dos configuraciones de modelos diferentes —*rígida* y *flexible*— que se pueden aproximar a los impactos a corto y a largo plazo, respectivamente. Los canales de propagación de la perturbación comercial descrita anteriormente quedan reflejados en el modelo mediante tres parámetros principales: i) la elasticidad de la sustitución entre insumos⁸, ii) la facilidad de reasignación de los factores de producción entre sectores⁹ y iii) el grado de rigidez de los salarios. Se calibran dos configuraciones contrapuestas. La *flexible* se caracteriza por flexibilidad salarial y una alta sustituibilidad de los insumos y de los factores de producción, en línea con la literatura reciente¹⁰. Esta configuración da lugar a una respuesta relativamente moderada de la economía mundial, ya que permite que los consumidores y los productores sustituyan unos productos por otros sin problemas, que los factores de producción se trasladen a sectores con mayor demanda y que los salarios se ajusten. En cambio, la configuración *rígida* presenta rigideces salariales y un grado reducido de sustituibilidad de los insumos y los factores de producción¹¹. En consecuencia, suscita una reacción más intensa a través de los canales de sustitución y reasignación, ya que la capacidad de ajuste inmediato de un país/bloque es más limitada como resultado de la baja movilidad de los factores y del menor margen para sustituir los insumos más caros. Así pues, la consiguiente

⁸ El modelo de Baqaee y Farhi no permite aplicar elasticidades de sustitución diferentes a los distintos países. No obstante, la mayor sustituibilidad de los bienes elaborados en una región económicamente integrada (como la zona del euro) queda reflejada en el modelo mediante mayores covarianzas *input-output*, lo que, a su vez, hace que los fabricantes tengan más facilidades para realizar sustituciones por productos elaborados dentro de un área económicamente integrada tras una perturbación comercial.

⁹ Esto no es aplicable a los países, ya que en el modelo de Baqaee y Farhi los factores de producción no son trasladables entre países. En el modelo, los factores de producción son el capital y el trabajo de cualificación baja, media y alta.

¹⁰ Las elasticidades de sustitución se han obtenido de E. Atalay, «How Important Are Sectoral Shocks?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, de octubre de 2017, pp. 254-80, donde se proporciona un rango de estimaciones. Las elasticidades de las configuraciones *rígida* y *flexible* corresponden a los valores situados en el 10 % inferior y superior, respectivamente, de este rango. Se debe señalar que, en las dos configuraciones, la cuantificación basada en el modelo refleja las respuestas de equilibrio general. Los modelos de comercio como el de Baqaee y Farhi no proporcionan las dinámicas del ajuste.

¹¹ En el modelo de Baqaee y Farhi, las rigideces salariales se modelizan como salarios constantes (sin evolución). En esta configuración, la economía se ajusta a través de la cantidad de trabajo (empleo), en contraposición al escenario central del modelo en el que la respuesta de los salarios es endógena, pero la cantidad de cada factor de producción es fija y exógena.

caída de la producción interna y de la renta de los hogares es más acusada y, por ello, las alteraciones en el abastecimiento de insumos intermedios para sectores que intervienen en las fases posteriores (*downstream*) de las CGV y en la demanda para los productores *upstream* son más fuertes. Estas respuestas reflejan el mecanismo de amplificación de las redes globales de producción. Además, cuando hay rigideces salariales, la economía se ajusta a las fluctuaciones temporales de la demanda (interna o externa) despidiendo a trabajadores (no reduciendo salarios), lo que lastra el consumo. Dado que las rigideces suelen ser más relevantes a corto plazo, la configuración *rígida* podría considerarse una buena aproximación a los efectos a corto plazo, mientras que la configuración *flexible* se acerca más al equilibrio a largo plazo¹². A este respecto, los resultados también pueden interpretarse en términos de la transición de los efectos a corto plazo (configuración *rígida*) a los efectos a largo plazo (configuración *flexible*). Aparte de esta interpretación, en ambas configuraciones también se tiene en cuenta el elevado grado de incertidumbre a la que están sujetas las elasticidades de sustitución en la literatura.

En un escenario de fragmentación del comercio internacional, las pérdidas de flujos comerciales entre los bloques no se compensarían completamente con la reorientación del comercio dentro de los bloques, lo que ocasionaría pérdidas netas de flujos comerciales. La fragmentación del comercio según estas líneas geopolíticas hipotéticas podría reducir las importaciones reales entre un 12 % (configuración *flexible*) y un 19 % (configuración *rígida*), debido principalmente a la contracción del comercio de insumos intermedios (que descendería entre el 19 % y el 25 %), como se muestra en el panel a del gráfico A. Los intercambios comerciales de bienes finales también caerían entre un 1 % y un 9 %, pese a no ser el objetivo directo de las barreras comerciales. Esto refleja una disminución del bienestar de los hogares, así como de su demanda de bienes finales producidos en el exterior con una fuerte dependencia de las CGV, cuyo precio ha aumentado, y su sustitución por bienes finales fabricados en el país o en el bloque. El retroceso del comercio de insumos intermedios obedece a una recomposición del aprovisionamiento de insumos por parte de las empresas. En el panel b del gráfico A se presentan los efectos de la reorientación de los flujos de insumos intermedios. El descenso de las importaciones de estos bienes entre los bloques solo se ve compensado parcialmente con un aumento de las importaciones dentro de cada bloque y un incremento más sustancial del abastecimiento interno, lastrando así el comercio.

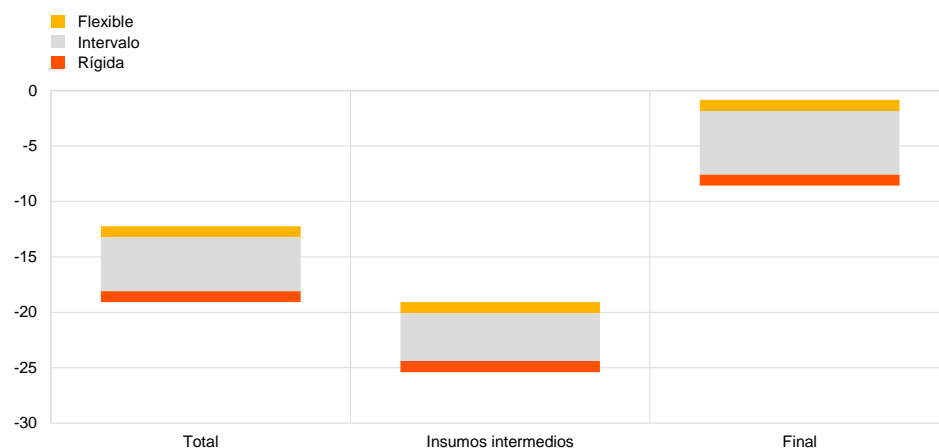
¹² Más concretamente, puede considerarse que el impacto a largo plazo sobre el comercio se produce al menos entre 6 y 8 años después de la perturbación, como se muestra en A. Peter y C. Ruane, «The Aggregate Importance of Intermediate Input Substitutability», *2019 Meeting Papers*, n.º 1293, Society for Economic Dynamics, 2019. En cuanto a la duración de las rigideces salariales (alrededor de un año), la estimación se basa en J. Taylor, «Aggregate Dynamics and Staggered Contracts», *Journal of Political Economy*, vol. 88(1), febrero de 1980, pp. 1-23, así como en los estudios empíricos y teóricos basados en ese trabajo.

Gráfico A

Importaciones reales y aprovisionamiento de insumos intermedios

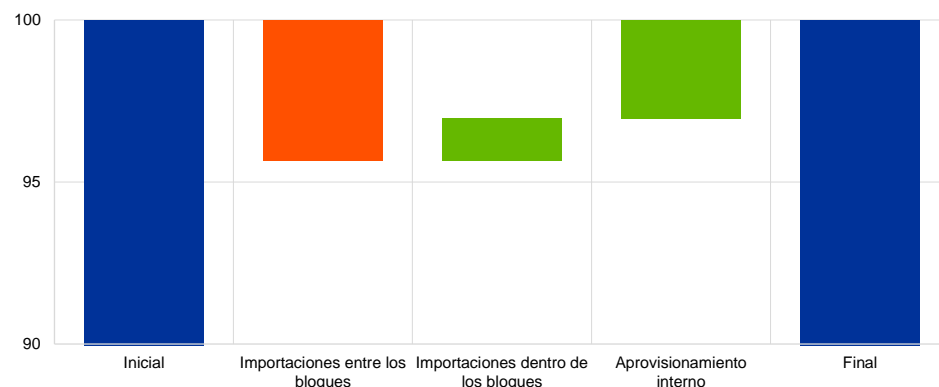
a) Importaciones mundiales por tipo de comercio

(desviación porcentual con respecto al estado estacionario)



b) Aprovisionamiento de insumos intermedios (mundial)

(puntos porcentuales, cuota de mercado)



Fuentes: Baqaee y Farhi, Banco Asiático de Desarrollo, base de datos FPS y cálculos del BCE.

Notas: El impacto no lineal se ha simulado mediante 25 iteraciones del modelo log-linealizado. En el panel a, las áreas de color gris indican el intervalo entre la configuración flexible (línea amarilla) y la rígida (línea roja) e ilustran la magnitud de los efectos asociados a la perturbación comercial. En el panel b, que se refiere a la configuración flexible, la barra roja señala pérdidas de cuota de mercado, mientras que las barras verdes indican aumentos de dicha cuota.

Las pérdidas de bienestar pueden ser considerables, aunque bastante

heterogéneas por economías.

Desde una perspectiva global, se estima que las pérdidas de bienestar, reflejadas en la variación del gasto nacional bruto, fluctúan entre el 0,9 % (configuración flexible) y el 5,3 % (configuración rígida) (panel a del gráfico B). En línea con la interpretación anterior, esta estimación sugiere que las pérdidas podrían ser cuantiosas a corto plazo en caso de que se produjera una fuerte corrección de los flujos comerciales (configuración rígida). Cuando las rigideces desaparecen, las pérdidas se absorben gradualmente porque los insumos sustitutos se obtienen incrementando la producción interna o los intercambios comerciales dentro del bloque. Esto, a su vez, genera mejoras del empleo y reduce el precio de los insumos importados de fuera del bloque, lo que limita las pérdidas derivadas de la fragmentación del comercio a largo plazo (configuración flexible). En el panel b del gráfico B se presentan las pérdidas de bienestar en una selección de países. Estas pérdidas varían considerablemente de unas economías a otras y

oscilan entre el 0,2 % y el 6,9 % en la configuración *flexible*, y entre el 0,4 % y el 10,5 % en la *rígida*. Aunque todos los países pierden como consecuencia de la fragmentación, los que tienen una alta dependencia de las CGV y vínculos comerciales estrechos con el otro bloque experimentan las mayores pérdidas. Esto representa un contraste con grandes economías, como Estados Unidos y China, en las que las pérdidas son menores incluso en la configuración *rígida*. Las pérdidas también son relativamente limitadas en la zona del euro ya que, al igual que los dos países mencionados, su gran mercado interior permite la sustitución por insumos intermedios producidos internamente con más facilidad tras la perturbación. Con todo, sus pérdidas son algo más elevadas que las de Estados Unidos o China por la mayor apertura comercial de la zona del euro. Los efectos estimados en la configuración *flexible* están básicamente en línea con la literatura reciente, en la que se estima que los efectos de la fragmentación del comercio a largo plazo son leves¹³. No obstante, a corto plazo, la fragmentación puede conllevar costes de transición significativos (configuración *rígida*), ya que reconfigurar las cadenas de suministro lleva tiempo.

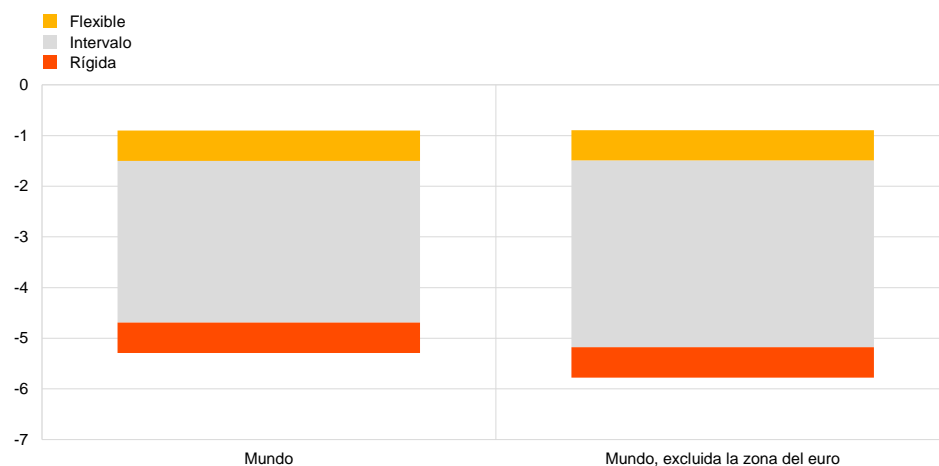
¹³ Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que una división este-oeste reduciría un 1,5 % el PIB mundial (véase «Sailing into Headwinds», *Regional Economic Outlook: Asia and the Pacific*, FMI, octubre de 2022). Felbermayr, Mahlkow y Sandkamp, *op. cit.*, llegan a la conclusión de que una división entre China y Occidente resultaría en unas pérdidas de bienestar de entre el 1 % y el 3,6 %. Góes y Bekkers, *op. cit.*, estiman unas pérdidas globales de bienestar del 5 % en un escenario de división este-oeste. En B. Lim, J. Yoo, K. Hong e I. Cheong, «Impacts of Reverse Global Value Chain (GVC) Factors on Global Trade and Energy Market», *Energies*, vol. 14(12), junio de 2021, p. 3417, se estima que las pérdidas de bienestar en una división liderada por China se situarían entre el 1,6 % y el 6,2 %. En términos cuantitativos, las pérdidas de bienestar en la configuración *flexible* pueden ser menores que las estimadas en algunos estudios recientes. Sin embargo, esto se debe al hecho de que en este recuadro se estiman las consecuencias de un retorno del comercio de bienes intermedios entre bloques geopolíticos a los niveles observados en la década de 1990, mientras que la mayor parte de la literatura reciente se centra en el escenario más disruptivo de una paralización total de los intercambios comerciales entre bloques.

Gráfico B

Variación del gasto nacional bruto

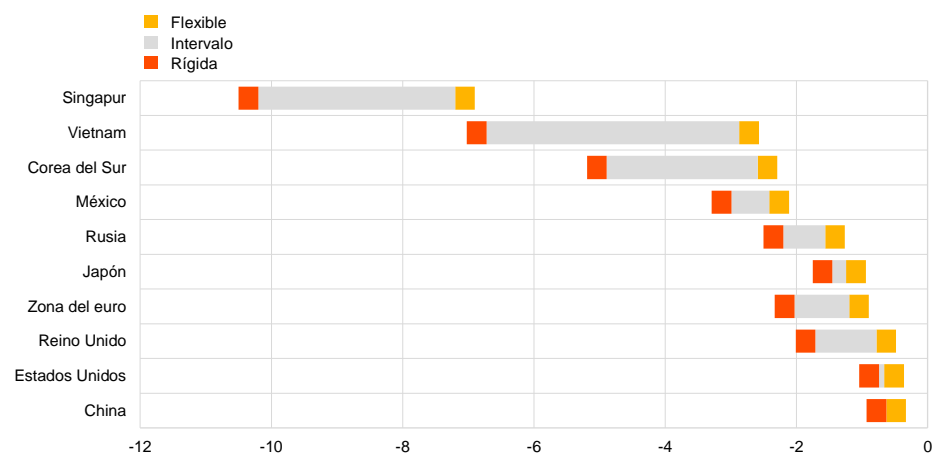
a) Global

(desviación porcentual con respecto al estado estacionario; porcentajes)



b) Países

(desviación porcentual con respecto al estado estacionario; porcentajes)



Fuentes: Baqaee y Farhi, Banco Asiático de Desarrollo, base de datos FPS y cálculos del BCE.

Notas: El impacto no lineal se ha simulado mediante 25 iteraciones del modelo log-linealizado. En los dos paneles, las áreas de color gris indican el intervalo entre la configuración *flexible* (línea amarilla) y la *rígida* (línea roja), e ilustran la magnitud de los efectos asociados a la perturbación comercial.

La fragmentación de las cadenas de valor según líneas geopolíticas afectaría a los precios, ya que los productores tendrían que sustituir los insumos importados más baratos.

El impacto sobre los precios es una combinación de la perturbación que afecta a los precios de las importaciones y los efectos de reasignación descritos anteriormente. Esto queda reflejado en la heterogeneidad entre países de la respuesta de los precios (panel a del gráfico C). A escala mundial, el aumento del nivel de los precios de consumo fluctúa entre el 0,9 % (configuración *flexible*) y el 4,8 % (configuración *rígida*), mientras que, para Estados Unidos, el intervalo se sitúa entre el 1,7 % y el 4,9 %¹⁴. En el caso de la zona del euro, las subidas de precios más limitadas que en otras grandes economías se explican por

¹⁴ Dado que, por su diseño, el crecimiento salarial es cero en el escenario rígido, el incremento del nivel de los precios de consumo es equivalente a una disminución de los salarios reales. En cuanto a la función de reacción del banco central, véase la nota 7 a pie de página.

las menores presiones al alza sobre los precios generadas por los efectos de reasignación. La fragmentación del comercio también tiene un impacto distributivo que se plasma en la evolución relativa de los salarios de los trabajadores de baja, media y alta cualificación. El panel b del gráfico C muestra la evolución de los salarios de los trabajadores de cualificación media. En el bloque occidental, la fragmentación del comercio redistribuye las rentas hacia los trabajadores poco cualificados, cuyos salarios evolucionan de manera más favorable que los de aquellos que tienen alta cualificación¹⁵. Esto se debe al hecho de que, en un contexto de fragmentación creciente del comercio, los países occidentales importarían menos bienes producidos con insumos elaborados por trabajadores menos cualificados del bloque oriental, lo que incrementaría la demanda y los salarios de este tipo de trabajadores en el bloque occidental. En cambio, en el bloque oriental, los salarios de los trabajadores de baja cualificación caerían en comparación con los de aquellos que poseen alta cualificación.

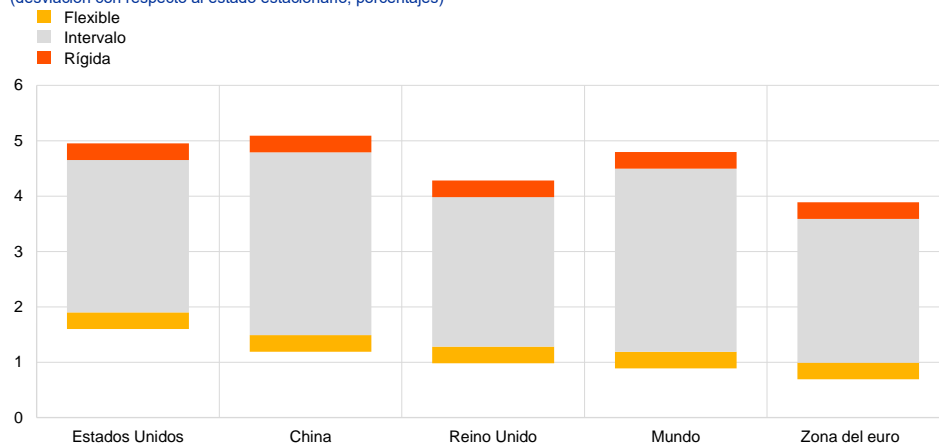
¹⁵ El impacto positivo en los salarios de los trabajadores altamente cualificados (en comparación con los de los de cualificación media) en el bloque occidental tiene su origen principalmente en unos pocos países del bloque que inicialmente tienen una proporción más baja de trabajadores de alta cualificación y en los que el *friend-shoring* conduce a un incremento de la demanda.

Gráfico C

Efecto nominal de la fragmentación del comercio

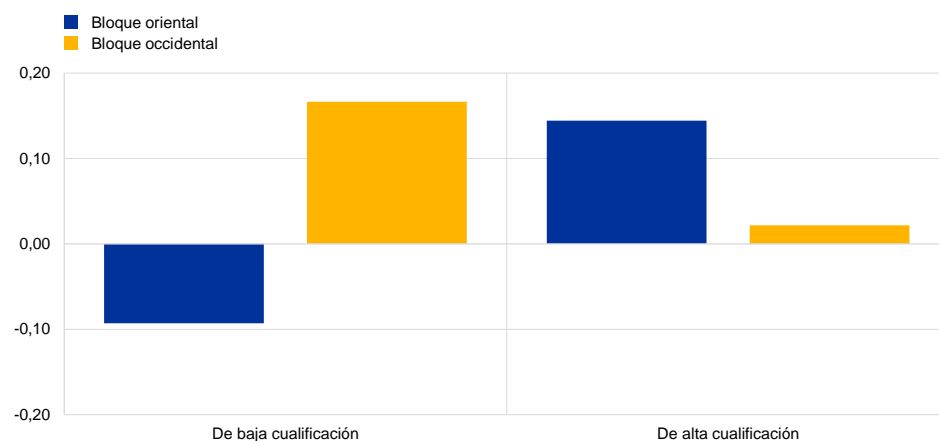
a) Precios de consumo

(desviación con respecto al estado estacionario; porcentajes)



b) Salarios

(desviación con respecto al estado estacionario en comparación con un trabajador de cualificación media; puntos porcentuales)



Fuentes: Baqaee y Farhi, Banco Asiático de Desarrollo, base de datos FPS y cálculos del BCE.

Notas: El impacto no lineal se ha simulado mediante 25 iteraciones del modelo log-linealizado. En el panel a, las áreas de color gris indican el intervalo entre la configuración *flexible* (línea amarilla) y la *rígida* (línea roja), e ilustran la magnitud de los efectos asociados a la perturbación comercial. El panel b se refiere a la configuración *flexible*.

Las estimaciones presentadas en este recuadro están sujetas a incertidumbre, dado que la evolución futura de la fragmentación del comercio internacional sigue siendo muy impredecible y que podrían materializarse otros efectos de amplificación que no se han considerado en este análisis. Las estimaciones están fuertemente condicionadas por la magnitud y el alcance de cualquier escenario de división en bloques geopolíticos. En un escenario en el que la división este-oeste se limita a sectores estratégicos (automóviles, maquinaria, productos electrónicos, metales), el impacto es sustancialmente menor, y las pérdidas globales de bienestar, reflejadas en la variación del gasto nacional bruto, fluctúan entre el 0,5 % y el 2,5 %. En cambio, en un escenario que combina la división este-oeste con una división dentro de un bloque que afecta a sectores estratégicos, el impacto

se incrementaría aproximadamente en un tercio¹⁶. La composición de los bloques también podría ser distinta de la asignación mecánica efectuada en este recuadro basada en los resultados de las votaciones en la ONU, sobre todo porque algunos países podrían seguir sin estar alineados. A corto plazo, otros factores además de las rigideces salariales y la baja sustituibilidad podrían ocasionar pérdidas aún mayores, por ejemplo, la disponibilidad de insumos esenciales que son difíciles de reemplazar (como, litio o minerales raros), lo que podría llevar a interrupciones temporales de la producción, o mecanismos de amplificación financiera (por ejemplo, a través de aumentos de las primas de riesgo). A más largo plazo, algunos canales de transmisión que no se han considerado en este recuadro, como la difusión transfronteriza de conocimientos, también podrían afectar al crecimiento.

En conclusión, desde una perspectiva puramente económica, la fragmentación del comercio generaría una situación en la que todos perderían, dados los costes que comportaría tanto a escala mundial como de países.

Aunque las estimaciones anteriores están sujetas a riesgos al alza y a la baja (dependiendo de la magnitud y el alcance de cualquier escenario de fragmentación), desde una perspectiva puramente económica, una fragmentación del comercio supondría unos costes considerables en términos de importantes distorsiones en el comercio, pérdidas de bienestar y subidas de precios. Aparte de los resultados que se han presentado en este recuadro, la evidencia procedente de la literatura académica sugiere que el *reshoring* puede acrecentar las vulnerabilidades económicas, ya que reduciría la compartición y la diversificación de riesgos¹⁷.

¹⁶ Este escenario alternativo incluye barreras (no arancelarias) al comercio de insumos intermedios entre los dos bloques en todos los sectores, como en el escenario central. Además, incluye barreras (no arancelarias) similares al comercio de insumos intermedios entre áreas regionales de libre comercio (USMCA, MERCOSUR, UE, RCEP) en sectores estratégicos (automóviles, maquinaria, productos electrónicos, metales).

¹⁷ Véanse, por ejemplo, B. Bonadio, Z. Huo, A. Levchenko y N. Pandalai-Nayar, «Global supply chains in the pandemic», *Journal of International Economics*, vol. 133, 2021, y «[Shocks, risks and global value chains: insights from the OECD METRO model](#)», Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, junio de 2020.

Las cadenas globales de valor y la pandemia: el impacto de los cuellos de botella en la oferta

Laura Lebastard y Roberta Serafini

En este recuadro se analiza cómo afectó la pandemia a las cadenas globales de valor. Se utilizan datos de Francia, en particular del período comprendido entre septiembre de 2020 y diciembre de 2021, cuando aparecieron los cuellos de botella en la oferta¹. La pandemia provocó una contracción de la demanda y de la oferta a escala tanto nacional como global. Por ello, las empresas que participaban en el comercio mundial se vieron expuestas a disrupciones internacionales además de las del propio país: la reducción del suministro se tradujo en una escasez de bienes intermedios para las empresas importadoras, que coincidió con la mayor debilidad de la demanda exterior para las exportadoras. Las empresas integradas en las cadenas globales de valor (empresas «CGV»), es decir, las que importan y exportan, tuvieron que hacer frente a estos retos simultáneamente. La evidencia anecdótica muestra que la disponibilidad limitada de insumos esenciales lastró la capacidad productiva de las empresas integradas en las cadenas globales de valor y, por consiguiente, sus exportaciones. Esto fue lo que ocurrió, por ejemplo, en el sector del automóvil con la disponibilidad de microchips². Este recuadro, basado en datos comerciales muy granulares sobre el universo completo de empresas francesas, muestra que la participación en las cadenas globales de valor aumentó la vulnerabilidad de las empresas a las implicaciones económicas de la pandemia. Los resultados pueden ser ilustrativos de la evolución en la zona del euro en general, dado que la dinámica de las exportaciones francesas durante la pandemia, así como su exposición a los cuellos de botella en la oferta a lo largo del tiempo, fue similar a la observada en la zona del euro en su conjunto en términos de fechas y de magnitud del ajuste³.

A diferencia de lo sucedido en la crisis financiera mundial, durante la pandemia las empresas CGV experimentaron una caída de las exportaciones mayor que otros exportadores, lo que sugiere que las cadenas de valor de los suministros pueden ser una fuente de vulnerabilidad o de resiliencia, dependiendo de la naturaleza de la crisis. En este recuadro se considera que las empresas CGV son las que exportaron todos los meses durante los seis meses que precedieron a la irrupción de la pandemia e importaron al menos una vez durante el mismo período. Cuando estalló la crisis del COVID-19, las empresas integradas en

¹ Este recuadro se basa, en parte, en L. Lebastard, M. Matani y R. Serafini, «[GVC exporter performance during the COVID-19 pandemic: the role of supply bottlenecks](#)», *Working Paper Series*, n.º 2766, BCE, enero de 2023.

² Véase el recuadro titulado «[Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022.

³ La composición de empresas de Francia que participan en el comercio internacional es similar a la de otros países de la zona del euro. Concretamente, los operadores bidireccionales constituyen una proporción relativamente baja del número total de empresas dedicadas al comercio internacional, pero realizan la gran mayoría de los intercambios comerciales totales en términos de valor (véase Eurostat, «[Globalisation patterns in EU trade and investment](#)», edición de 2017). Los países suministradores también son similares (véase D. Marin, J. Schymik y J. Tscheke, «[Europe's export superstars – it's the organisation!](#)», *Working Papers*, n.º 2015/05, Bruegel, julio de 2015).

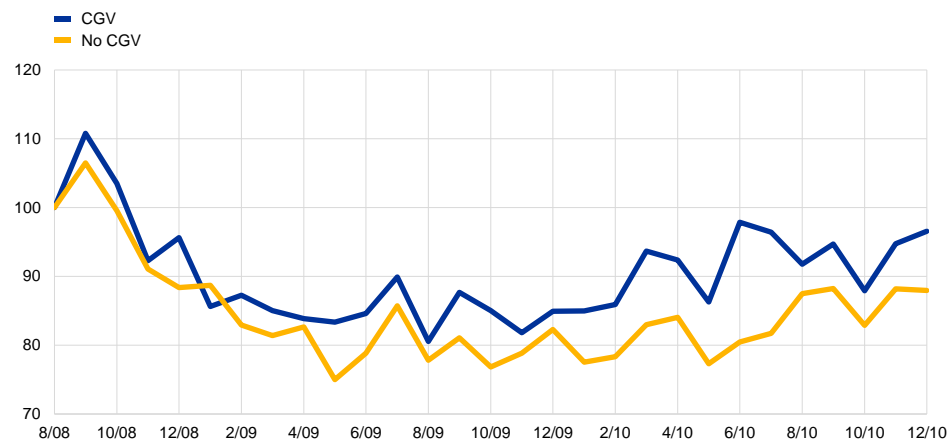
las redes globales de producción experimentaron la caída más acusada de las exportaciones y, tras la reapertura de la economía, se recuperaron a un ritmo más lento que otros exportadores (panel a del gráfico A). En abril de 2020, el valor de las exportaciones de las empresas que participaban en las cadenas globales de valor disminuyó un 42 % con respecto a enero de 2020. Para otros exportadores, el descenso acumulado fue menos drástico, y en mayo de 2020 se llegó a un mínimo del 28 % por debajo del nivel observado en enero de ese mismo año. Las divergencias entre los dos grupos de exportadores se ampliaron cuando se retiraron las restricciones relacionadas con la pandemia en el verano de 2020. En marzo de 2021, los exportadores no integrados en las cadenas globales de valor habían alcanzado los niveles de enero de 2020 y en septiembre de 2021 se habían recuperado muy por encima de los niveles prepandemia, mientras que las empresas CGV no superaron los niveles de exportaciones de enero de 2020 hasta diciembre de 2021. Durante la crisis financiera mundial de 2008, sin embargo, las empresas integradas en las cadenas globales de valor demostraron tener mayor resiliencia (panel b del gráfico A). En comparación con la crisis del COVID-19, el colapso del comercio internacional en 2008 fue menos intenso y menos brusco, aunque más persistente.

Gráfico A

Valor de las exportaciones de las empresas

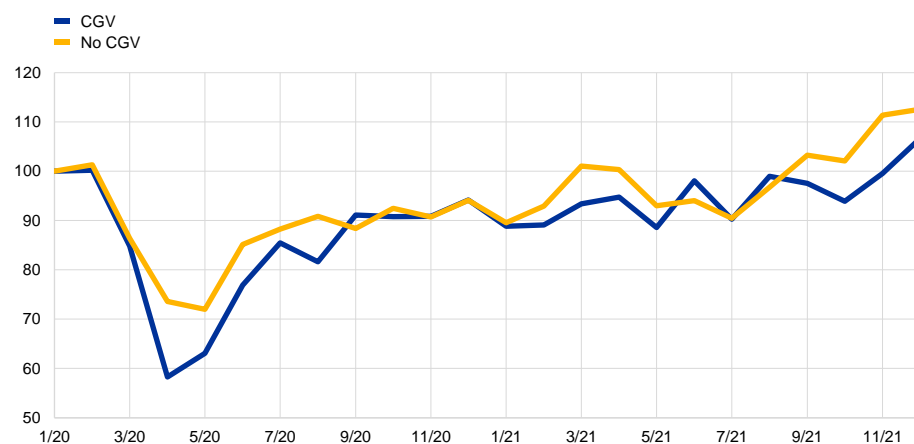
a) Crisis financiera mundial

(exportaciones totales, mes base [agosto de 2008] = 100)



b) Crisis del COVID-19

(exportaciones totales, mes base [enero de 2020] = 100)



Fuentes: Direction générale des douanes et droits indirects y cálculos de los autores.

Nota: El gráfico se basa en datos a nivel de empresa correspondientes a Francia.

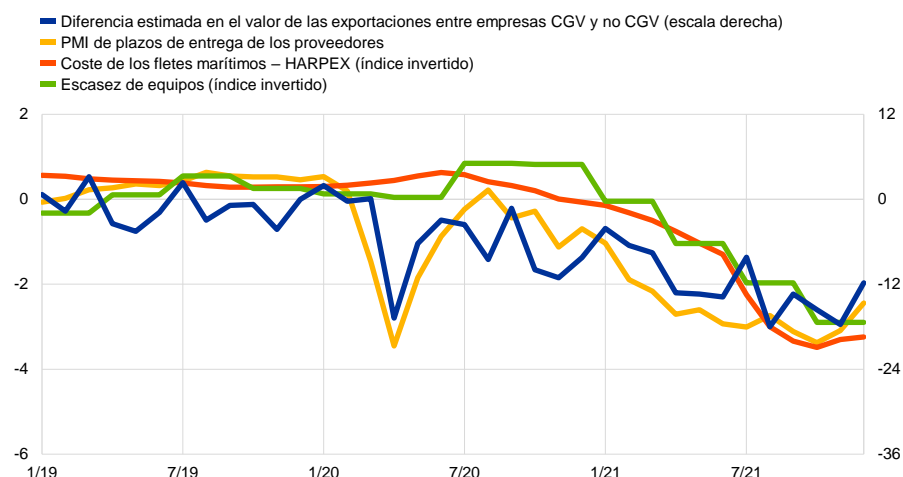
El análisis empírico confirma que la pandemia tuvo un impacto relativamente fuerte en las exportaciones de empresas CGV, en particular tras el aumento de los cuellos de botella en la oferta en septiembre de 2020. Un estudio de eventos donde se comparan ambos tipos de exportadores ilustra la aparición, en abril y mayo de 2020, del primer efecto negativo y repentino de formar parte de una cadena global de valor durante la crisis del COVID-19, y muestra un nuevo descenso de las exportaciones a partir de octubre de 2020 que fue más progresivo y

persistente (línea de color azul del gráfico B)⁴. La primera caída de las exportaciones de las empresas CGV con respecto a otros exportadores se produjo en abril, mientras que el confinamiento en China comenzó en enero. Este impacto retardado podría deberse al tiempo que tarda un carguero en viajar de China a Francia (seis semanas). Esto retrasó la propagación de la crisis y el efecto negativo sobre las existencias de bienes intermedios a las empresas integradas en las cadenas globales de valor, lo que les permitió mantener su producción durante un período corto de tiempo. La línea azul del gráfico B muestra la diferencia en el valor de las exportaciones entre empresas CGV y no CGV entre septiembre de 2020 y diciembre de 2021, y puede interpretarse como un indicador de las disrupciones de oferta a nivel de empresa. La evolución de esta línea es muy similar a la de otros indicadores utilizados normalmente para hacer un seguimiento de los cuellos de botella (por ejemplo, los indicadores basados en los plazos de entrega, los costes del transporte o la escasez de equipos).

Gráfico B

Indicadores de cuellos de botella para el comercio internacional y diferencia en el valor de las exportaciones entre empresas CGV y no CGV

(z-score)



Fuentes: Direction générale des douanes et droits indirects, Markit, S&P Global, Harper Petersen, Comisión Europea y cálculos de los autores.

Notas: Todos los índices se normalizaron utilizando z-scores durante el período comprendido entre enero de 2000 y octubre de 2022. Un incremento del PMI de plazos de entrega de los proveedores de todos los bienes y los bienes intermedios significa una mejora (es decir, una reducción de los plazos de entrega). El Harper Petersen Charter Rates Index (HARPEX) refleja la evolución de los precios en todo el mundo en el mercado de fletamento de buques portacontenedores. La Comisión Europea mide la escasez de equipos como un factor que limita la producción en términos del porcentaje de encuestados que señalan un aumento menos el porcentaje de los que indican un descenso. Todos los indicadores de cuellos de botella se refieren a Francia, excepto el HARPEX, que es un índice global.

Los exportadores que importan sus suministros de lugares más cercanos geográficamente se vieron menos afectados por los cuellos de botella en la

⁴ El gráfico B muestra la β_j estimada, calculada como en L. Lebastard, M. Matani y R. Serafini, *op. cit.*, utilizando la siguiente especificación econométrica, donde la variable dependiente es el algoritmo natural de las exportaciones: $\ln export_{it} = \sum_{j=4}^{24} \beta_j COVID19_{jt} \times GVC_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$. El grupo de tratamiento está compuesto por todas las empresas CGV (GVC en inglés) en el período anterior a la pandemia (es decir, tanto importadoras como exportadoras), mientras que el grupo de control lo constituyen los otros exportadores. El modelo econométrico controla por el tamaño de las empresas incluyendo efectos fijos de empresa, y por perturbaciones de períodos específicos utilizando efectos fijos de tiempo. El punto de referencia es diciembre de 2019. La base de datos incluye el universo completo de empresas exportadoras de Francia, mientras que los exportadores ocasionales en el período previo a la pandemia se han excluido.

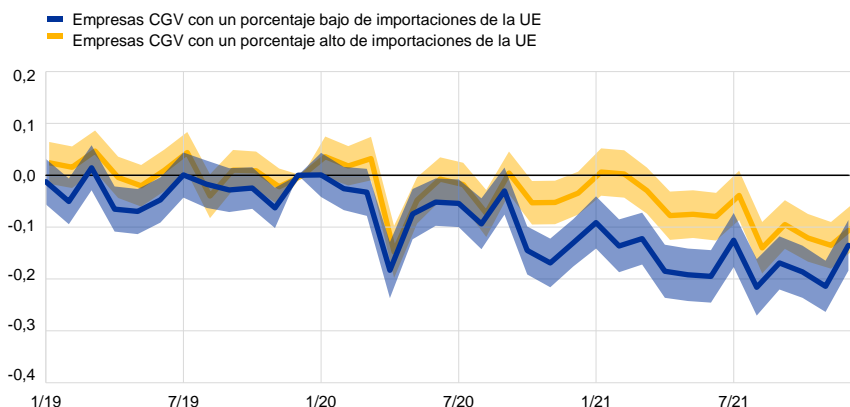
oferta que los que los importan de países más lejanos. Las empresas con un porcentaje más elevado de insumos importados de otros países de la UE resultaron menos perjudicadas durante la fase de confinamiento que las que dependían más de insumos procedentes del resto del mundo (panel a del gráfico C). Asimismo, las empresas integradas en las cadenas globales de valor cuyas importaciones procedían principalmente de la UE tardaron más en sufrir el impacto de los cuellos de botella en la oferta, y los efectos negativos no fueron visibles hasta abril de 2021. Entre septiembre de 2020 y diciembre de 2021, las pérdidas de exportaciones entre las empresas que importaban de países más lejanos duplicaron las experimentadas por las que importaban de la UE. Por el contrario, las empresas con mayor dependencia de insumos de China fueron las más perjudicadas en el mismo período (panel b del gráfico C), posiblemente debido al confinamiento más estricto y prolongado en ese país y a los plazos de entrega más dilatados de las mercancías transportadas por vía marítima desde Asia.

Gráfico C

Diferencias en el valor de las exportaciones entre empresas CGV en función de los países que suministran sus insumos importados

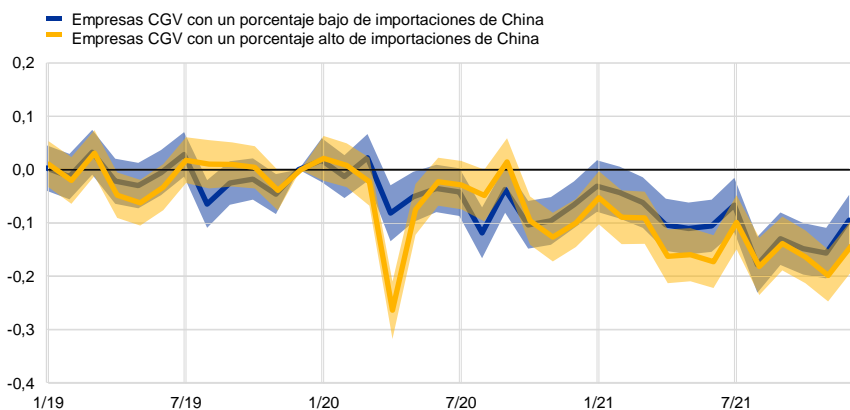
a) Unión Europea

(coeficientes e intervalos de confianza del 95 %)



b) China

(coeficientes e intervalos de confianza del 95 %)



Notas: Este es un estudio de eventos en el que se utiliza un marco similar a la línea de color azul del gráfico B. La regresión del estudio de eventos es la siguiente: $\ln export_{it} = \alpha + \sum_{j=-12}^{24} \beta_j Covid_{jt} * GVC_i + LowShare_i + \sum_{k=-12}^{24} \beta_k Covid_{kt} * GVC_i * (1 - LowShare_i) + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$. LowShare (porcentaje bajo) toma el valor 1 si el porcentaje de bienes importados del país es inferior a la mediana (entre las empresas CGV) en los seis meses anteriores a la pandemia, mientras que con HighShare (porcentaje alto) ocurre lo contrario. El punto de referencia es diciembre de 2019.

Un cálculo estilizado basado en las estimaciones anteriores sugiere que las disrupciones de oferta pueden explicar un descenso de las exportaciones que es aproximadamente equivalente al 1 % del PIB nominal de la zona del euro en 2020 y del 2 % en 2021. Para este cálculo se combinó la elasticidad obtenida del gráfico B con indicadores nacionales de la participación de las empresas en las cadenas globales de valor en los otros países de la zona del euro con el fin de calcular una estimación de las implicaciones del COVID-19 y los cuellos de botella

en la oferta relacionados para las exportaciones de la zona del euro⁵. Las cifras que se obtienen en este cálculo son acordes con un análisis efectuado por el BCE anteriormente para la zona del euro utilizando datos macroeconómicos⁶. Es probable que el impacto de los cuellos de botella en la oferta haya variado significativamente en los distintos países de la zona del euro dado el diferente grado de participación de esos países en las cadenas globales de valor.

⁵ El porcentaje de exportaciones de empresas CGV sobre las exportaciones totales se calcula sobre la base de estimaciones de L. Lebastard, M. Matani y R. Serafini, *op. cit.* Se trata de estimaciones correspondientes a Francia (el 95 % de las exportaciones proceden de empresas CGV) y se han hecho extensivas a los demás países de la zona del euro reescalando el índice de *GVC backward participation* (participación hacia atrás o *backward* en las CGV) de la base de datos TIVA de la OCDE. Las exportaciones totales por empresas CGV se calculan como el porcentaje de las exportaciones de esas empresas sobre las exportaciones totales de cada país en diciembre de 2019. Suponiendo que los resultados correspondientes a Francia sean representativos de la zona del euro en su conjunto, la elasticidad que se muestra en el panel a del gráfico C se aplica a las exportaciones totales de empresas CGV en cada mes para todos los países con el fin de calcular la caída total de las exportaciones como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta. Este descenso se divide por el PIB de cada país y se anualiza para obtener el impacto anual de los cuellos de botella sobre las exportaciones en porcentaje del PIB.

⁶ Véase el recuadro titulado «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

5 ¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos

Niccolò Battistini, Alina Bobasu y Johannes Gareis

La reciente escalada de los precios de la energía en la zona del euro se tradujo en un deterioro significativo de la relación real de intercambio de los bienes energéticos. Este deterioro (que se refiere a la ratio entre los precios de exportación y los de importación) causó una pérdida acumulada de 2,4 puntos porcentuales del PIB entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022, la mayor pérdida registrada en cinco trimestres desde la introducción del euro (punto de color rojo del gráfico A)¹. La cuestión que se plantea en este recuadro es cómo se distribuyó esta pérdida entre los hogares y las empresas. Para analizar el impacto desigual de la reciente subida del precio de la energía importada en la zona del euro, se adopta un enfoque de dos fases. Primero, se utilizan datos desagregados para diferenciar los efectos del reciente deterioro de la relación real de intercambio de los bienes energéticos sobre el gasto final y sobre la renta agregada, desglosando las pérdidas implícitas de poder adquisitivo por quintiles de renta de los hogares. Segundo, se emplean modelos estructurales para identificar la perturbación de los precios energéticos subyacente al reciente deterioro de la relación real de intercambio y para medir sus efectos directos, indirectos y de segunda ronda en el conjunto de la economía². En este recuadro las variables se expresan en términos nominales.

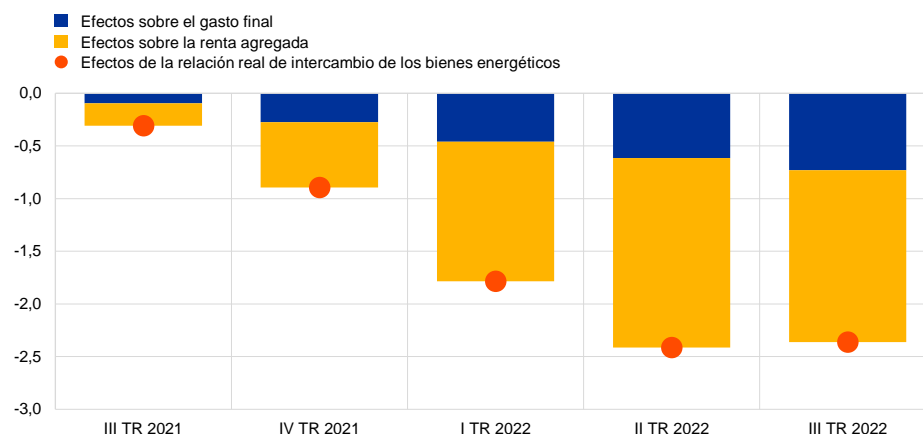
¹ Para información detallada sobre el cálculo de la relación real de intercambio, véase el recuadro titulado «[Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

² Los efectos directos son el resultado de una relación directa entre los componentes concretos del gasto/la renta y la energía importada, mientras que los efectos indirectos reflejan la transmisión de la perturbación de los precios energéticos a través de la cadena de producción y de distribución. Los efectos de segunda ronda se producen cuando los agentes cambian su comportamiento de consumo o inversor para responder a la perturbación o cuando trasladan los efectos de los precios de la energía a la formación de salarios y precios, dependiendo del entorno económico e institucional o de las características de las políticas públicas. La taxonomía de los distintos efectos sobre el conjunto de la economía refleja la taxonomía de los diferentes impactos de las subidas de los precios de la energía sobre la inflación. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[Dinámica de la participación de las rentas salariales y efectos de segunda ronda sobre la inflación tras la escalada de los precios energéticos en la década de 1970 y actualmente](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

Gráfico A

Efectos de la relación real de intercambio de los bienes energéticos sobre el PIB

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La relación real de intercambio de los bienes energéticos se calcula ponderando las variaciones de los precios de exportación y de importación de la energía por la fracción de exportaciones e importaciones de energía en el PIB (todas las variables se expresan en términos nominales). Los efectos sobre el gasto final y sobre la renta agregada se desglosan aún más utilizando información desagregada obtenida de las tablas *input-output* anuales sobre el contenido importador del gasto. Concretamente, la contribución de la relación real de intercambio de los bienes energéticos a las importaciones se descompone primero en función del porcentaje de importaciones de energía para consumo privado, consumo público, inversión total, inventarios y bienes intermedios sobre el total de importaciones energéticas. Los efectos sobre el gasto final son la suma (con signo negativo) de las contribuciones a las importaciones del consumo privado, el consumo público, la inversión total y los inventarios. Los efectos sobre la renta agregada son la diferencia entre la contribución de los bienes intermedios a las exportaciones y su contribución a las importaciones. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022.

Los efectos de la relación real de intercambio de los bienes energéticos reflejaron una reducción de la renta agregada y, en menor medida, un aumento del gasto final en consumo privado. Los efectos de la escalada de los precios de la energía y las variaciones posteriores de la relación real de intercambio sobre el PIB se calculan como la diferencia entre el impacto sobre las exportaciones de energía producida en la zona del euro y el impacto sobre las importaciones de energía destinada a bienes intermedios y a gasto final. Dado que el incremento del gasto final en energía también eleva el PIB, los efectos de la subida de los precios energéticos sobre el PIB a través del gasto final se compensan en términos netos. De ahí que el impacto neto sobre las exportaciones y sobre las importaciones a través de los bienes intermedios mida el efecto restante sobre la renta agregada. Dada la falta de datos trimestrales granulares, estos efectos que se producen a través del gasto y la renta solo pueden diferenciarse con información desagregada procedente de las tablas *input-output* anuales que muestran el contenido importador de energía del gasto³. Partiendo de esta base, el deterioro de la relación real de intercambio de los bienes energéticos entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022 se reflejó en una disminución de la renta agregada de 1,7 puntos

³ El contenido importador de energía se calcula usando las tablas *input-output* (sector por sector) globales de la base de datos FIGARO de Eurostat entre 2010 y 2020. Los datos de las importaciones y las exportaciones de la zona del euro representan los flujos dentro y fuera de la zona, en consonancia con el concepto de cuentas nacionales. El gasto se desglosa en consumo privado (incluidos hogares e instituciones sin fines de lucro), consumo público, inversión total (incluidos inventarios), exportaciones e importaciones. Las series temporales trimestrales se obtienen mediante la interpolación lineal (hasta 2020) y la extrapolación constante (antes de 2010 y después de 2020) de las series temporales anuales.

porcentuales del PIB y en un aumento del gasto final de 0,7 puntos porcentuales del PIB (barras del gráfico A), debido casi en su totalidad al consumo privado⁴.

Las distintas exposiciones de los hogares a las fluctuaciones de los costes energéticos y la renta agregada implican que la escalada de los precios de la energía tiene un impacto relativamente mayor en los hogares con rentas más bajas. La exposición a la energía varía significativamente entre los grupos de renta, puesto que los hogares en el quintil inferior gastan el 12 % de su renta disponible en electricidad, gas y calefacción, mientras que los que se sitúan en el quintil superior gastan solo el 4 %. La elasticidad de la renta también difiere mucho entre hogares, dado que las rentas del trabajo son menos cíclicas y representan la fuente principal de ingresos de los hogares con rentas más bajas, mientras que las rentas no laborales son más cíclicas y afectan sobre todo a los hogares con rentas más altas⁵. Estas exposiciones y elasticidades de la renta, combinadas con los efectos sobre el consumo privado y sobre la renta agregada que se desprenden del análisis anterior, indican que, en porcentaje de su renta, los hogares situados en el quintil inferior experimentaron pérdidas de poder adquisitivo dos veces superiores a las de los hogares del quintil superior entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022 (gráfico B). Por tanto, teniendo en cuenta que los colchones de liquidez de los hogares con rentas más bajas son relativamente reducidos⁶, se llega a la conclusión de que estos fueron los más perjudicados —con respecto a su renta— por la escalada de los precios de la energía, pese a que las medidas fiscales les proporcionaron cierto alivio⁷.

⁴ La composición relativa del gasto interno en energía importada entre el gasto final y los bienes intermedios es acorde con los resultados obtenidos para el petróleo en el recuadro titulado «[Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

⁵ Las elasticidades de la renta por quintil se obtienen multiplicando la elasticidad de los salarios (ingresos de asalariados) y de los beneficios (excedente de explotación, rentas de la propiedad y rentas del trabajo por cuenta propia) a la renta agregada por la fracción de los salarios y de los beneficios sobre la renta total de cada quintil, respectivamente. Las elasticidades de los salarios reflejan la estimación de coeficientes beta de trabajadores de M. Lenza y J. Slacalek, «[How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2190, BCE, octubre de 2018, y también son consistentes con los indicadores descritos en el recuadro titulado «[La volatilidad de la renta de los hogares a lo largo del ciclo económico](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2019. Se asume que las elasticidades de los beneficios son igual a uno. Los porcentajes de los salarios y los beneficios sobre la renta total se obtienen de [estadísticas experimentales](#) elaboradas por P. Lamarche, F. Oehler e I. Riobóo, «[European household's income, consumption and wealth](#)», *Statistical Journal of the IAOS*, vol. 36, n.º 4, noviembre de 2020, pp. 1175-1188.

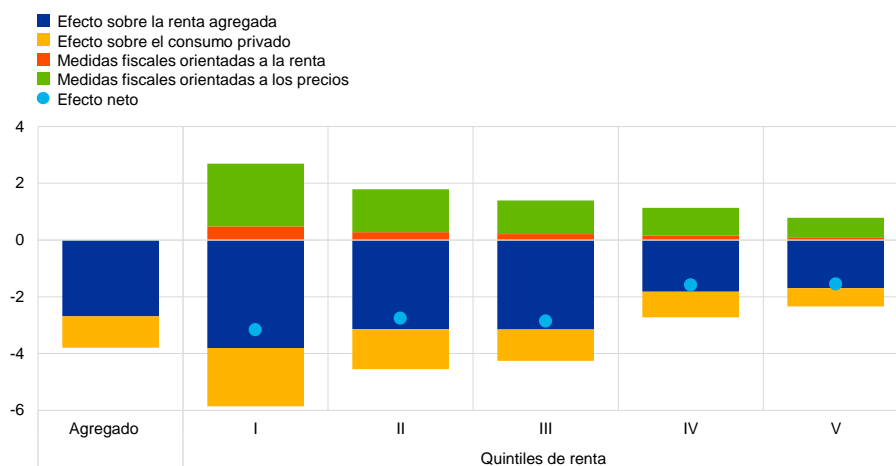
⁶ La tasa de ahorro mediana en porcentaje de la renta disponible de los hogares es más elevada en los quintiles de rentas más altas. Mientras que los hogares con rentas bajas desahorran, con una tasa de ahorro mediana de alrededor del -5,8 % de la renta disponible en el quintil de renta inferior, los situados en el quintil de renta superior ahorran en torno al 40 % de su renta disponible (según las [estadísticas experimentales de Eurostat sobre renta, consumo y riqueza](#)).

⁷ Para información más detallada sobre el impacto de las medidas fiscales adoptadas para compensar el encarecimiento de la energía/la inflación sobre la renta de los hogares, véase el recuadro 2 del artículo titulado «[Fiscal policy and high inflation](#)» en este *Boletín Económico*. En este recuadro, las medidas orientadas a la renta solo se refieren a las medidas fiscales dirigidas a compensar el encarecimiento de la energía. Se redistribuyen simplemente utilizando la exposición directa de los hogares al consumo energético y representan el contenido de energía importada del consumo de los hogares (10 %). Las medidas orientadas a los precios se redistribuyen entre los quintiles de renta en función de la exposición a la energía, de modo similar al enfoque adoptado en el recuadro 2 de dicho artículo.

Gráfico B

Efectos netos en los hogares de la variación de la relación real de intercambio de los bienes energéticos como consecuencia de la reciente perturbación de los precios de la energía

(variación acumulada entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022, puntos porcentuales de renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los efectos de la variación de la relación real de intercambio de los bienes energéticos sobre el consumo de los hogares y sobre la renta agregada se calcularon usando las tablas *input-output* FIGARO de Eurostat más recientes. Los efectos en el gasto y las medidas fiscales se distribuyen utilizando el porcentaje de renta disponible gastada en energía importada, que se basa en información procedente de las [estadísticas experimentales sobre renta, consumo y riqueza](#). Los efectos sobre la renta agregada reflejan la exposición de los hogares a lo largo de la distribución de la renta a las rentas del trabajo (salarios) y a las rentas no laborales (beneficios, rentas de la propiedad y rentas del trabajo por cuenta propia), sobre la base de información obtenida de las [estadísticas experimentales sobre renta y consumo procedentes de encuestas sociales y las cuentas nacionales](#). Los efectos netos se refieren al impacto total sobre la renta agregada y el consumo privado, neto de los efectos de las medidas fiscales (orientadas a la renta y a los precios).

Pueden utilizarse modelos estructurales para analizar el impacto total de la perturbación de los precios de la energía, más allá de los efectos observados a través de la relación real de intercambio de los bienes energéticos.

La relación real de intercambio de la energía es solo una medida aproximada del impacto de las perturbaciones de los precios energéticos por dos motivos: primero, esta relación reacciona a muchas otras perturbaciones y, segundo, es solo uno de los distintos canales a través de los cuales se propagan las perturbaciones de los precios de la energía. En este recuadro se emplean modelos económicos estructurales para analizar los efectos directos, indirectos y de segunda ronda de la reciente perturbación de los precios energéticos sobre el conjunto de la economía. En primer lugar, se utiliza un modelo de red de producción para desglosar los efectos directos e indirectos de la perturbación a través de las cadenas globales de

suministro cuando existe una elasticidad de sustitución limitada para los insumos⁸. Posteriormente, con modelos estructurales de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) se estima el impacto total de la perturbación sobre la base de regularidades históricas, teniendo en cuenta los efectos de segunda ronda derivados de cambios observados en el comportamiento de los agentes, la formación de precios y de salarios y las medidas fiscales⁹.

El modelo de red de producción muestra que los efectos directos e indirectos afectaron principalmente al consumo privado por el lado del gasto y a los sectores no energéticos por el lado de la renta. Por el lado del gasto, los efectos directos —que reflejan el impacto sobre los precios y las cantidades provocado por las exposiciones sectoriales a la energía de fuera de la zona del euro— lastraron la demanda exterior neta a través del aumento de las importaciones de energía y, por el lado de la renta, favorecieron al sector energético gracias al incremento de las ventas (gráfico C). Sin embargo, los efectos indirectos —incluida la transmisión total de los precios de la energía y la sustitución en detrimento de los bienes energéticos caros— afectaron especialmente al consumo privado por el lado del gasto. Asimismo, por el lado de la renta, estos efectos indirectos ocasionaron pérdidas, en particular para las empresas de sectores no energéticos, sobre todo en los sectores intensivos en energía —como bienes intermedios y servicios de transporte— y en sectores esenciales —como actividades profesionales y técnicas—. En conjunto, el modelo de red de producción muestra que los efectos indirectos amplificaron los efectos directos en torno a un 50 %, entre -0,6 y -0,9 puntos porcentuales del PIB

⁸ En el modelo de red de producción se supone que las perturbaciones se propagan hacia adelante a los precios y hacia atrás a las ventas, lo que explica la complementariedad entre insumos a lo largo de las cadenas de suministro. Se parte del supuesto de que la perturbación es un *shock* tecnológico negativo, que afecta a los sectores energéticos de fuera de la zona del euro de forma proporcional a su participación en la producción global. Dado que la perturbación se aproxima por la variación porcentual intertrimestral de los precios de importación de la energía de la zona del euro (lo que es acorde con el modelo econométrico indicado más adelante), la elasticidad de la perturbación en el modelo se estandariza para producir un incremento de un punto porcentual en los precios de importación de la energía de la zona del euro. Se asume que la elasticidad de sustitución se sitúa en el 0,7, dentro del rango de estimaciones comprendidas entre 0,5 y 0,9 documentado en la literatura. La especificación y la calibración del modelo de red de producción se corresponden con el caso de la economía circular sin ineficiencias que se describe en D. R. Baqaee y E. Farhi «Networks, Barriers, and Trade», *Econometrica*, de próxima publicación, 2023. Para consultar una aplicación del modelo a los efectos económicos globales de la fragmentación del comercio, véase el recuadro titulado «*Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos*», en este Boletín Económico.

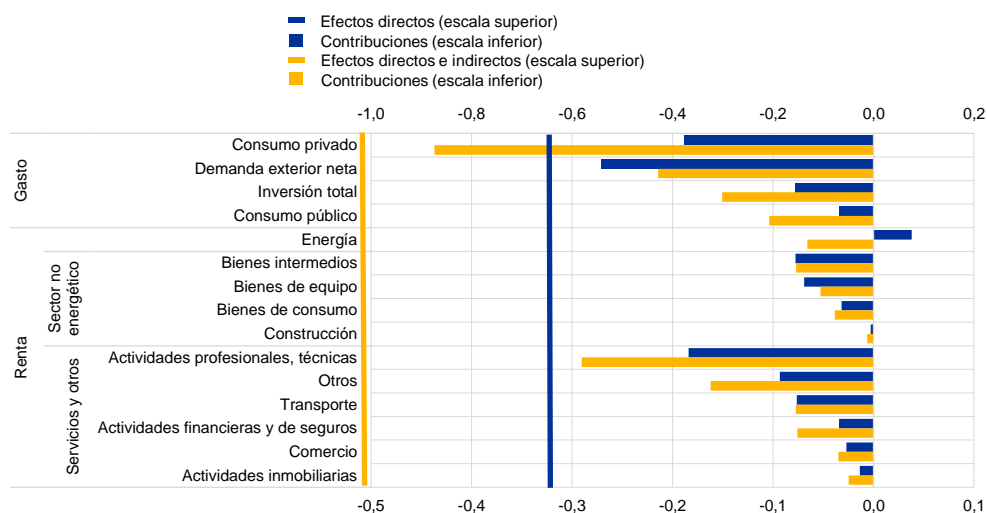
⁹ Los modelos considerados contienen el mismo conjunto de variables principales, complementadas por variables del lado del gasto o de la renta del PIB y la renta disponible sectorial. Las variables principales incluyen las pérdidas de renta relacionadas con la importación de energía para la zona del euro, un índice de condiciones económicas mundiales, el tipo de cambio efectivo del euro, el PIB real de la zona del euro, el deflactor del PIB, el deflactor del consumo privado y un tipo de interés a corto plazo. Los modelos se estiman con datos del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019 para evitar que las fluctuaciones macroeconómicas extraordinarias debidas a la pandemia de coronavirus (COVID-19) tengan un impacto en los parámetros de los modelos estimados. Todos los datos a excepción de los tipos de interés se expresan en variaciones porcentuales con respecto al trimestre anterior. Para información sobre el índice de condiciones mundiales, véase C. Baumeister, D. Korobilis y T. K. Lee, «*Energy Markets and Global Economic Conditions*», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n.º 4, 2022, pp. 828-844. El tipo de interés a corto plazo se aproxima por el tipo de interés «sombra» (*shadow*) a corto plazo estimado por J. C. Wu y F. D. Xia, «*Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe*», Chicago Booth Research Paper n.º 17-06, 2017.

(líneas continuas del gráfico C), entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022¹⁰.

Gráfico C

Efectos directos e indirectos de la reciente perturbación de los precios energéticos sobre el conjunto de la economía

(variación acumulada entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022, puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La elasticidad directa e indirecta de los distintos componentes a las perturbaciones en el suministro de energía importada se basa en un modelo de red de producción con datos desde el tercer trimestre de 2021 hasta el mismo trimestre de 2022. La agregación de sectores refleja las categorías de uso final de Eurostat (grandes sectores industriales o MIG, por sus siglas en inglés), basadas en la clasificación NACE2, con ajustes en función de la desagregación por sectores disponible en las tablas input-output (sector por sector) globales de la base de datos FIGARO. Concretamente, «Energía» se refiere a los sectores B, C19, D35, E36; «Bienes de consumo» a C10-C12, C13-C15, C18, C21, C31-C32; «Bienes intermedios» a C16, C17, C20, C22, C23, C24, C27; «Bienes de equipo» a C25, C26, C28, C29, C30, C33; «Construcción» a F; «Comercio» a G45, G46, G47; «Transporte» a H49, H50, H51, H52, H53; «Actividades financieras y de seguros» a K; «Actividades inmobiliarias» a L; «Actividades profesionales, técnicas» a M69-M70, M71, M72, M73, M74-M75, N77, N78, N79, N80-N82, y «Otros» a los demás sectores.

Los modelos econométricos sugieren que el impacto total se distribuyó ampliamente entre los distintos componentes del gasto y se notó sobre todo a través de los beneficios por el lado de la renta, mientras que los Gobiernos protegieron, en parte, la renta disponible del sector privado. Si se analiza la desagregación del PIB por renta, la perturbación causó pérdidas sustanciales de beneficios y, en menor medida, de rentas del trabajo entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022 (gráfico D). Las pérdidas observadas en las rentas del trabajo obedecieron principalmente a variaciones del empleo, lo que sugiere que el empleo habría aumentado con mayor intensidad en ausencia de la perturbación de los precios energéticos. Los resultados también sugieren que la intervención del sector público desempeñó un papel significativo al amortiguar el impacto negativo sobre el sector privado. Esto queda reflejado en la pérdida sustancial de renta disponible que sufrieron los Gobiernos en relación con la de los hogares y las empresas. Por el lado del gasto, la pérdida total de PIB fue atribuible a todos los componentes del gasto y en particular al consumo privado, seguido de la inversión empresarial. Si se comparan con los efectos directos e indirectos señalados antes (gráfico C), estos resultados apuntan a que los efectos de segunda

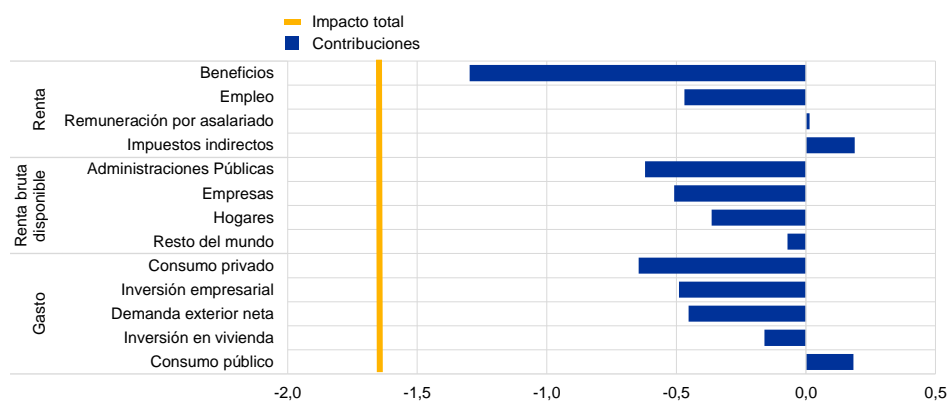
¹⁰ En el rango de calibraciones alternativas indicadas en la literatura para la elasticidad de sustitución, entre 0,5 y 0,9, los efectos directos e indirectos varían de -1,5 a -0,3 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, sin afectar de forma significativa a la distribución entre gasto, renta y sectores.

ronda alteraron notablemente las consecuencias distributivas de la perturbación de los precios energéticos en el gasto, propagando los efectos de manera más uniforme entre consumo privado e inversión. Los modelos SVAR indican que la reciente perturbación de los precios energéticos tuvo un impacto total de $-1,5$ puntos porcentuales del PIB entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022 (línea continua del gráfico D).

Gráfico D

Efectos totales de la reciente perturbación de los precios energéticos sobre el conjunto de la economía

(variación acumulada entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022, puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Eurostat, Baumeister *et al.*, Wu y Xia, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los resultados basados en los modelos SVAR de los efectos de la reciente perturbación de los precios energéticos para tres descomposiciones diferentes del PIB nominal. Concretamente, para cada desagregación, los modelos estiman el impacto de dicha perturbación sobre el PIB y sus componentes. Posteriormente, el impacto sobre los componentes se reescala por su porcentaje medio del PIB durante el período de la muestra. La contribución de los impuestos indirectos, del resto del mundo (la economía mundial excluida la zona del euro) y de la demanda exterior neta se calcula como los residuos entre los efectos en el PIB total y la suma de las contribuciones estimadas de los componentes modelizados. Para facilitar la presentación, los efectos en el PIB se promedian en los distintos modelos, y la contribución de los componentes se ajusta en consecuencia. Los modelos identifican una perturbación de los precios energéticos suponiendo que el *shock* genera un aumento de las pérdidas de renta relacionadas con la importación de energía para la zona del euro y un descenso del PIB real, así como un incremento de los defactores del PIB y del consumo privado (este último aumenta más que el primero). Habida cuenta de que las variables del PIB por el lado del gasto o de la renta y la renta disponible sectorial no se ven limitadas en las estimaciones, la dirección y la magnitud de estas respuestas están determinadas por los datos. Para información más detallada sobre las variables de los modelos, véase la nota 9 a pie de página. «Beneficios» se refiere al excedente bruto de explotación y a la renta mixta, mientras que «Inversión empresarial» es la inversión, excluida la construcción.

En conjunto, en este recuadro se llega a la conclusión de que la reciente perturbación de los precios de la energía afectó especialmente a los hogares con rentas más bajas y a las empresas de sectores no energéticos, pese al apoyo prestado por los Gobiernos. Asimismo, se pone de relieve el papel fundamental que desempeñan los datos desagregados para analizar y cuantificar los efectos de la variación de la relación real de intercambio de los bienes energéticos sobre el gasto final y sobre la renta agregada. El análisis también indica que los efectos indirectos y de segunda ronda determinaron en gran medida las implicaciones distributivas de la reciente perturbación de los precios de la energía. Pese a que en los últimos meses se han moderado las presiones sobre los precios energéticos, los efectos de la reciente perturbación de esos precios pueden continuar manifestándose a corto plazo conforme la economía se ajusta gradualmente.

6 Resultados de la prueba de resistencia sobre riesgo climático de 2022 del balance del Eurosistema

Maximilian Germann, Piotr Kusmierczyk y Christelle Puyo

En 2022, el BCE llevó a cabo una prueba de resistencia sobre riesgo climático del balance del Eurosistema como parte de su plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria¹. El objetivo de este ejercicio era: i) analizar la sensibilidad del perfil de riesgo financiero del Eurosistema al cambio climático y ii) mejorar las capacidades del Eurosistema para evaluar los riesgos climáticos. En el ejercicio se incluyeron varias carteras de valores mantenidos por el Eurosistema con fines de política monetaria, en concreto las de bonos corporativos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos (ABS, por sus siglas en inglés), así como sus operaciones de crédito garantizadas.

En la prueba de resistencia sobre riesgo climático se utilizaron escenarios elaborados por la Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) y el BCE. Se emplearon tres escenarios a largo plazo de la NGFS de la Fase II² que incluían proyecciones de variables macrofinancieras y climáticas en un horizonte de 30 años. Los escenarios difieren en la medida en que se supone que se han aplicado políticas climáticas (principalmente en forma de un impuesto sobre el carbono) y en los distintos tipos de riesgo climático que se espera que se materialicen como resultado. El escenario de calentamiento global intenso (*hot house world scenario*) comporta un riesgo físico grave, pero no conlleva riesgos de transición, ya que se basa en el supuesto de que no se implementan políticas climáticas. En el escenario de transición desordenada, la adopción de políticas climáticas se retrasa, lo que ocasiona un riesgo de transición importante pero un riesgo físico solo limitado. Los riesgos derivados de los escenarios de transición desordenada y de calentamiento global intenso se analizan comparándolos con los resultantes del escenario de transición ordenada, en el que se asume que se ponen en práctica políticas climáticas a su debido tiempo. Además, en la prueba de resistencia se consideraron otros dos escenarios a corto plazo diseñados por expertos del BCE: un escenario de riesgo de inundaciones, que incluye riesgos físicos graves que se materializan en un horizonte de un año, y un escenario de transición desordenada a corto plazo en el que se adelantan aumentos acusados de los precios del carbono en un horizonte a corto plazo (tres años). En vista de las dificultades asociadas al diseño de escenarios climáticos a largo plazo, estos dos escenarios a corto plazo constituyeron una aportación adicional de utilidad para el análisis, dado que en el escenario de riesgo de inundaciones se describía la manera en que un riesgo físico grave podría materializarse en toda Europa.

¹ Para más información, véase «[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)», nota de prensa, BCE, 8 de julio de 2021. La prueba de resistencia sobre riesgo climático fue llevada a cabo por la Dirección de Gestión de Riesgos del BCE en colaboración con el Comité de Gestión de Riesgos del Eurosistema.

² Para más detalles, véase «[NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#)», Network for Greening the Financial System, junio de 2021.

La metodología y el alcance del ejercicio se alinearon con la prueba de resistencia sobre riesgo climático de 2022³ llevada a cabo por la Supervisión Bancaria del BCE y con la prueba de resistencia climática del conjunto de la economía de 2021 realizada por el BCE⁴. En los cinco escenarios se aplicaron perturbaciones sobre el riesgo de crédito utilizando modelos satélite específicos para cada tipo de exposición financiera. Estas perturbaciones se basan en la prueba de resistencia de 2022 de la Supervisión Bancaria del BCE mencionada y en datos de la NGFS. Además de perturbaciones crediticias, en el ejercicio se utilizaron perturbaciones en los mercados en forma de subidas de los tipos de interés libres de riesgo y de los diferenciales de los bonos corporativos.

En la prueba de resistencia sobre riesgo climático del balance del Eurosistema se utilizó el marco de evaluación de los riesgos financieros del Eurosistema como base para estimar los riesgos, empleando las perturbaciones mencionadas anteriormente. Este marco, que también usa el Eurosistema en la evaluación periódica de los riesgos financieros y en actividades relacionadas con la presentación de información, se basa en un modelo de simulación conjunta de los riesgos de mercado y de crédito. Los resultados analizados adoptan la forma de un déficit esperado⁵ estimado con un nivel de confianza del 99 % en un horizonte de un año. Se consideraron dos perspectivas diferentes: un enfoque del riesgo independiente, que calcula de forma independiente el riesgo de cada cartera, y otro basado en contribuciones de los riesgos, que determina la contribución de cada cartera al riesgo total para el Eurosistema. La fecha límite de recepción de datos de mercado y del balance del Eurosistema fue el 30 de junio de 2022.

³ Para más detalles, véase «[2022 climate risk stress test](#)», Supervisión Bancaria del BCE, julio de 2022.

⁴ El método se describe en S. Alogoskoufis *et al.*, «[ECB economy-wide climate stress test](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 281, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2021.

⁵ El déficit esperado es una medida de la cola de la distribución de las pérdidas en el balance del Eurosistema, que se calculan a partir de las diferencias en los precios relativos entre la fecha de referencia y un año después: el déficit se calcula como la media del 1 % peor de la distribución de las pérdidas.

Cuadro A

Resumen de los escenarios y principales resultados de la prueba de resistencia sobre riesgo climático de 2022 del balance del Eurosistema

Escenario	Proyecciones	Horizonte	Tipo de riesgo	Resultados
Escenarios a largo plazo	Transición ordenada	30 años (2020-2050)	Riesgo de transición y riesgo físico	<p>El riesgo de transición y el riesgo físico tienen un impacto significativo.</p> <p>Los bonos corporativos son los que más contribuyen a los riesgos.</p> <p>El impacto del riesgo de transición sobre los bonos corporativos se concentra en sectores concretos, mientras que el del riesgo físico lo hace en áreas geográficas determinadas.</p> <p>Los bonos garantizados, los ABS y las operaciones de crédito contribuyen menos al riesgo total.</p>
	Transición desordenada			
	Calentamiento global intenso			
Escenario de transición desordenada a corto plazo	Escenario de referencia	Tres años (2022-2024)	Riesgo de transición	<p>El riesgo de transición tiene un impacto significativo.</p> <p>Los bonos corporativos son los que más contribuyen a los riesgos.</p> <p>El riesgo de los bonos corporativos se concentra en sectores concretos.</p>
	Escenario de tensión			
Escenario de riesgo de inundaciones	Escenario de referencia	Un año (2022)	Riesgo físico	<p>El riesgo físico tiene un impacto significativo.</p> <p>Los bonos corporativos son los que más contribuyen a los riesgos.</p> <p>El riesgo de los bonos corporativos se concentra en áreas geográficas determinadas.</p> <p>Los bonos garantizados contribuyen de forma significativa a los riesgos.</p>
	Escenario de tensión			

Los resultados de la prueba muestran que los dos tipos de riesgo climático —el riesgo de transición y el riesgo físico— tienen un impacto significativo en el perfil de riesgo del balance del Eurosistema. Los escenarios de tensión a largo plazo que contemplan una transición desordenada y un calentamiento global intenso proporcionan estimaciones de los riesgos que superan entre un 20 % y un 30 % las obtenidas en el escenario de transición ordenada. El escenario de calentamiento global intenso genera un impacto más acusado sobre los riesgos, lo que demuestra que el impacto del riesgo físico sobre el balance del Eurosistema es mayor que el del riesgo de transición. La integración del riesgo climático en los marcos de evaluación periódica de los riesgos y de provisiones del Eurosistema debería permitir modificar los marcos de control de riesgos y acumular colchones financieros con el tiempo, abordando así esos riesgos.

Los resultados agregados están determinados fundamentalmente por las tenencias de bonos corporativos, que en todos los escenarios contribuyen más al aumento del riesgo total que el resto de exposiciones financieras incluidas en el ámbito de este ejercicio. El impacto del riesgo climático sobre los bonos corporativos se concentra, en particular, en las áreas específicas afectadas por cada tipo de riesgo. El impacto del riesgo de transición, por ejemplo, se concentra sobre todo en un número limitado de sectores que son especialmente vulnerables al riesgo climático (y que, en promedio, tienen un nivel elevado de emisiones en porcentaje de los ingresos), mientras que el efecto del riesgo físico se concentra en áreas geográficas determinadas.

La cartera de bonos corporativos del Eurosistema tiene un nivel de riesgo climático similar al del conjunto de valores en circulación en el mercado que

cumplen los criterios para ser adquiridos. Esto puede observarse realizando la misma prueba de resistencia a una muestra de referencia de valores que cumplen los criterios de admisibilidad del Eurosistema y que se ponderan por la capitalización de mercado. En los dos escenarios adversos, los incrementos del riesgo resultantes no presentan diferencias sustanciales con respecto a los resultados obtenidos para el balance del Eurosistema. Este resultado era de esperar debido al hecho de que, en la fecha límite de recepción de datos, las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema estaban determinadas por una cartera de referencia guiada por la capitalización de mercado, ya que las consideraciones climáticas no se incorporaron a este tipo de compras hasta octubre de 2022.

En el caso de los bonos garantizados y de los ABS, el aumento relativo de los riesgos es mayor en el escenario de calentamiento global intenso que en el transición desordenada. La sensibilidad relativamente elevada de estos activos al riesgo físico también se ve reflejada en los resultados del escenario de riesgo de inundaciones. En este escenario, las estimaciones indican que el incremento de los riesgos de los bonos garantizados y los ABS es mucho más acusado que el de los bonos corporativos, y también es mayor que en los escenarios a largo plazo. En consecuencia, la contribución de los bonos garantizados al aumento del riesgo total en este escenario es particularmente significativa. Sin embargo, esto no sucede con los ABS, ya que la cartera es bastante más pequeña. Asimismo, el resultado del escenario de riesgo de inundaciones subraya la importancia del canal de precios de la vivienda en la transmisión del riesgo climático, ya que los bonos garantizados y los ABS garantizados por bienes inmuebles están particularmente expuestos a fluctuaciones en las valoraciones del mercado de la vivienda.

Las operaciones de crédito garantizadas, por su parte, contribuyen solo de forma limitada al aumento del riesgo total, pese al gran tamaño de la exposición. En este ejercicio se han considerado las operaciones de crédito garantizadas por bonos corporativos, bonos garantizados, ABS y bonos bancarios no garantizados. El menor riesgo por unidad de exposición de estas operaciones de crédito puede vincularse a su naturaleza de doble incumplimiento: aunque las tensiones generadas por el riesgo climático se canalizan tanto a través de la contraparte como de la garantía, el riesgo solo se materializa en escenarios en los que la contraparte incurre en impago y el valor de la garantía disminuye por debajo del nivel de protección que ofrecen los recortes de valoración aplicables. Esto suele ocurrir en casos en los que el emisor de la garantía también incumple sus obligaciones de pago. Por consiguiente, el riesgo climático se concentra en exposiciones a contrapartes concretas, en especial en el escenario de calentamiento global intenso, en el que determinadas instituciones y las garantías que han aportado están ubicadas en regiones gravemente afectadas por este riesgo.

En el futuro se espera llevar a cabo periódicamente pruebas de resistencia sobre riesgo climático del balance del Eurosistema. Estos ejercicios deberían ofrecer una oportunidad para seguir mejorando la metodología y ampliar el ámbito de las exposiciones financieras que se incluyan. De cara al futuro, las consideraciones climáticas también deberían pasar a ser parte integral del marco de

gestión de riesgos vigente, que implica un análisis del riesgo financiero total del Eurosistema en relación con los colchones financieros existentes.

Análisis retrospectivo (*backcasting*) de los tipos de interés reales y de las expectativas de inflación: combinación de indicadores de mercado y datos históricos para las variables relacionadas

Valentin Burban y Fabian Schupp

Los mercados de productos financieros indexados a la inflación de la zona del euro ofrecen información valiosa de las expectativas de los agentes acerca de la inflación y de los tipos de interés reales, pero estos instrumentos financieros no aparecieron hasta principios de la década de 2000. Los rendimientos de los bonos indexados a la inflación (ILB, por sus siglas en inglés) y los tipos de interés de los *swaps* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) incorporan las expectativas de los agentes acerca de la inflación y los tipos de interés reales para períodos comprendidos entre uno y treinta años. Desde la perspectiva de un banco central, la información extraída de estos instrumentos puede ayudar a evaluar la eficacia de sus decisiones de política monetaria y a guiar la trayectoria futura de esta política. Sin embargo, en la zona del euro, la historia de estos datos abarca un número muy limitado de ciclos de política monetaria y económicos, dado que los mercados de productos indexados a la inflación no surgieron hasta principios de la década de 2000. Este hecho limita el análisis de las relaciones económicas estructurales¹.

Sin embargo, la correlación entre los indicadores de mercado, por un lado, y las distintas variables macroeconómicas, por otro, permite estimar series temporales de tipos ILS y de tipos de interés reales implícitos en los mercados extendiéndose más en el tiempo, que es lo que se denomina análisis retrospectivo (o *backcasting*). Estas series temporales más largas se construyen estimando la relación entre los tipos ILS o los tipos de interés reales implícitos en los mercados y series temporales más largas de datos estadísticos de variables como la inflación o indicadores de actividad económica. El punto de partida para el ejercicio de *backcasting* es un conjunto de 108 variables que se remontan al menos a 1992, que pueden aportar información sobre la compensación por inflación y los tipos de interés reales². Sobre la base de un modelo estadístico³ y del análisis económico experto, se seleccionan, a partir del conjunto de datos, las series temporales que se consideran más útiles para generar las aproximaciones (*proxies*) históricas. Entre ellas se incluyen la inflación interanual de la zona del euro, el

¹ El análisis de este recuadro se basa en los tipos ILS de la zona del euro. Aunque el mercado de estos instrumentos existe desde principios de la década de 2000, el análisis se basa en una muestra que comienza en 2005, momento en el que se considera que el mercado está plenamente desarrollado. Véase, por ejemplo, S. Neri, G. Bulligan, S. Cecchetti, F. Corsello, A. Papetti, M. Riggi, C. Rondinelli y A. Tagliabracci, «On the anchoring of inflation expectations in the euro area», *Questioni di Economia e Finanza*, n.º 712, Banca d'Italia, septiembre de 2022.

² En el caso de las variables financieras, en vez de utilizar agregados basados en datos de todos los países de la zona del euro anteriores a 1999, el conjunto de variables se construye principalmente a partir de series de Alemania y Francia.

³ Para una variable determinada (ILS o tipo de interés real para un plazo específico), la selección se basa en parte en una aplicación secuencial de una regresión LASSO (*least absolute shrinkage and selection operator*).

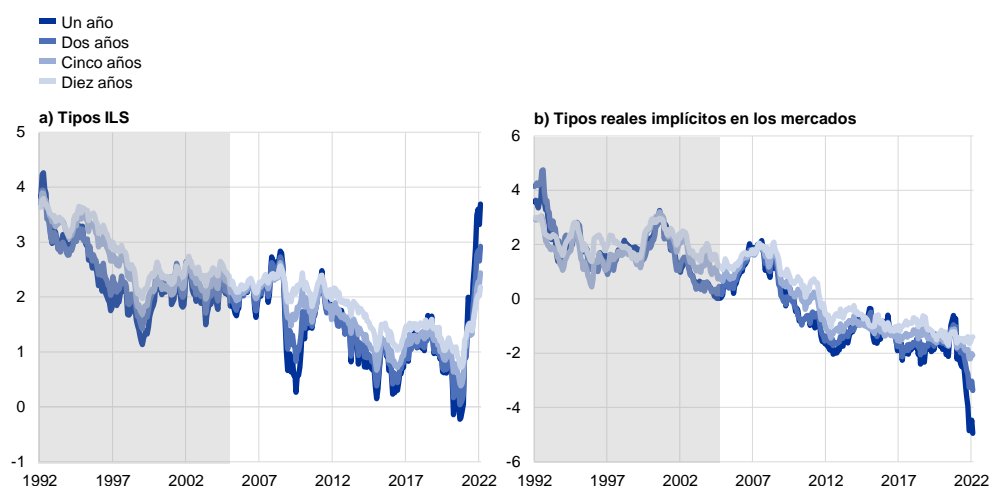
crecimiento de la producción industrial, los tipos de interés reales a corto plazo observados (tipos nominales a corto plazo menos inflación observada), un indicador de la brecha de producción, información de las encuestas sobre las expectativas de inflación y de tipos de interés reales, varios rendimientos de bonos e indicadores de incertidumbre de política económica. Suponiendo (y probando) que la relación estadística entre estas series temporales y los tipos ILS o los tipos de interés reales implícitos en los mercados es estable a lo largo del tiempo, estos últimos pueden estimarse retrospectivamente, es decir, mediante *backcasting*, que es una estimación de sus valores elaborada para períodos anteriores a que estuvieran disponibles⁴. Los resultados de este ejercicio se muestran en el gráfico A. Las series estimadas retrospectivamente indican a grandes rasgos las trayectorias de la compensación por inflación y de los tipos de interés reales para diversos plazos en un período en el que no se contaba aún con indicadores de mercado en tiempo real. Esta información podría arrojar luz, por ejemplo, sobre si las tendencias observadas cuando se disponía de indicadores de mercado ya se producían en el pasado. Con carácter más general, las largas series temporales estimadas para la compensación por inflación y los tipos de interés reales se pueden utilizar de base para el análisis econométrico y para ilustrar las regularidades empíricas y los patrones históricos. Al mismo tiempo, las series temporales «cuasi históricas» deberían interpretarse con cautela, y las ligeras fluctuaciones en cortos períodos de tiempo no deberían sobreinterpretarse.

⁴ Este método sigue los análisis realizados en J. Groen y M. Middeldorp, «[Creating a History of U.S. Inflation Expectations](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 21 de agosto de 2013 y W. Marshall, «Introducing a backcast history of traded inflation», *Global Rates Notes*, Goldman Sachs, 2020.

Gráfico A

Backcasting de los tipos swap de inflación y de los tipos de interés reales implícitos en los mercados de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom y Davis⁵, y cálculos del BCE.

Notas: Las series de datos muestran valores ajustados. Las zonas sombreadas marcan el período durante el que los tipos ILS y los tipos de interés reales de la zona del euro se han estimado mediante *backcasting* (enero de 1992 a marzo de 2005). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Las series de los tipos ILS y de los tipos de interés reales implícitas en los modelos se ajustan razonablemente bien a las series temporales observadas (gráficos B y C).

Además, para los plazos más cortos de los *swaps*, los tipos ILS estimados retrospectivamente están bastante en línea con los indicadores de opinión de las expectativas de inflación obtenidos de Consensus Economics y del OECD Economic Outlook, es decir, las trayectorias resultantes del ejercicio de *backcasting* parecen plausibles comparadas con estos indicadores (gráfico B)⁶. En plazos más largos, las series resultantes del *backcasting* se desvían considerablemente de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación (gráfico C). Sin embargo, esto no indica en sí mismo un error de ajuste (*misfit*) y está en línea con los resultados de la literatura que sugieren que los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo incluyen una prima de riesgo considerable⁷. En cambio, generalmente se considera que la información de las encuestas excluye las primas de riesgo⁸. Los resultados relativos a los tipos de interés reales implícitos en los mercados estimados retrospectivamente se ajustan a las series observadas igualmente bien. En este caso también ocurre que los plazos más cortos están en general en consonancia con los indicadores de las expectativas

⁵ S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636.

⁶ En parte, esto es por construcción, dado que estas encuestas también están contenidas en el conjunto de variables explicativas.

⁷ Véase el recuadro titulado «Descomposición de los indicadores de mercado de la compensación por inflación en expectativas de inflación y primas de riesgo», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

⁸ Además, las expectativas de inflación estimadas a partir de las encuestas pueden diferir, en cualquier caso, de las implícitas en los precios de los mercados financieros.

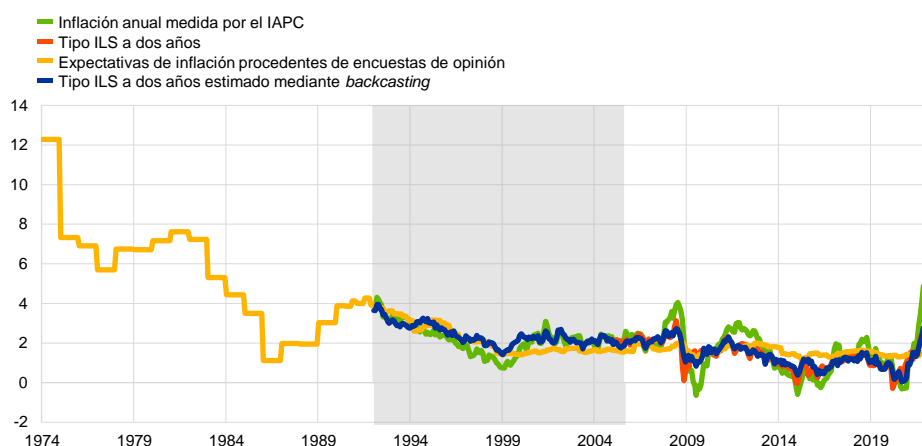
de inflación obtenidos de los datos de las encuestas en combinación con los datos sobre rendimientos nominales.

Gráfico B

Ajuste de los tipos *swap* de inflación a dos años y de los tipos de interés reales implícitos en los mercados de la zona del euro con las expectativas de inflación procedentes de encuestas de opinión

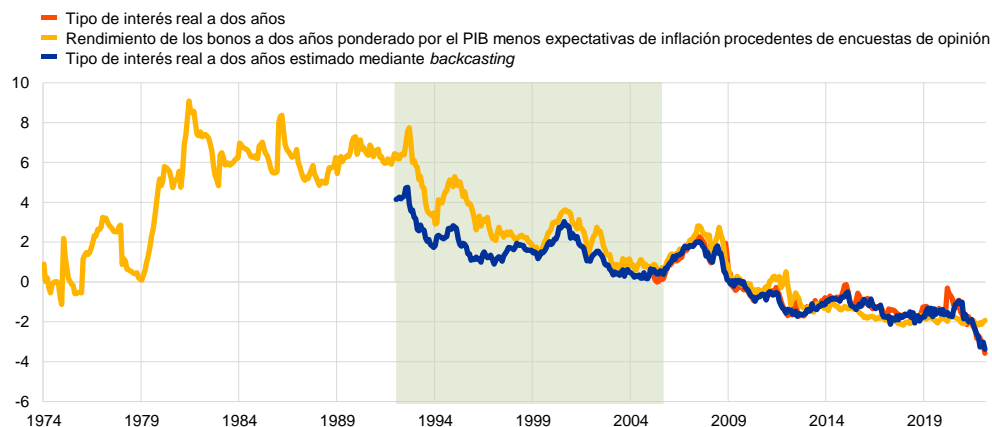
a) Compensación por inflación

(porcentajes)



b) Tipos de interés reales

(porcentajes)



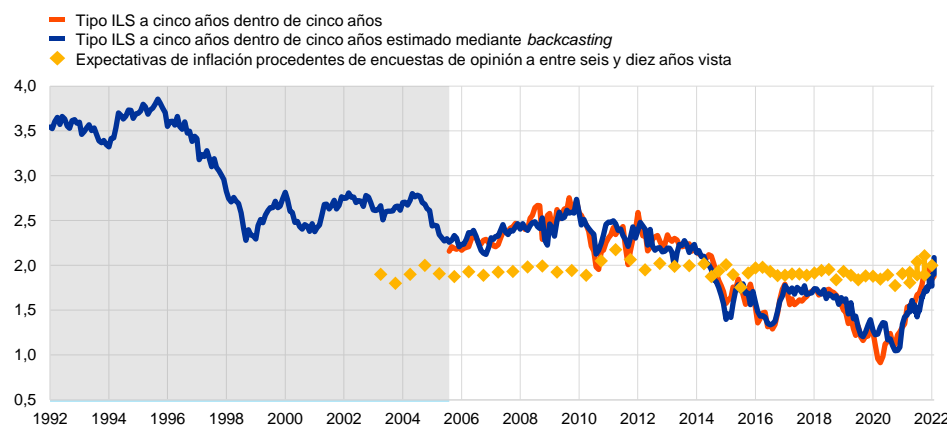
Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom y Davis, y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas marcan la muestra para la que los tipos ILS y los tipos de interés reales de la zona del euro se han estimado mediante *backcasting* (enero de 1992 a marzo de 2005). Las expectativas de inflación procedentes de encuestas de opinión se han obtenido del OECD Economic Outlook y de Consensus Economics. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Gráfico C

Ajuste del tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro con las expectativas de inflación procedentes de encuestas de opinión

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom y Davis, y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas marcan la muestra para la que los tipos ILS y los tipos de interés reales de la zona del euro se han estimado mediante *backcasting* (enero de 1992 a marzo de 2005). Las expectativas de inflación procedentes de encuestas de opinión se han obtenido de Consensus Economics. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Las series estimadas mediante *backcasting* sugieren que el descenso tendencial observado en los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo en el período previo a la introducción del euro en 1999 fue consecuencia tanto de una menor compensación por inflación como de tipos de interés reales implícitos en los mercados más reducidos, que posteriormente explican el grueso de la disminución de los tipos nominales desde 1999 (gráfico D). El descenso de los tipos ILS estimados mediante *backcasting* en la década de los noventa está en consonancia con la disminución de la inflación general en los países que luego formarían parte de la zona del euro. Sin embargo, una inflación más baja y, al mismo tiempo, más estable fue también un fenómeno global observado en el contexto de la Gran Moderación, que suele asociarse a una política monetaria más efectiva⁹. Estos desarrollos fueron acompañados de una amplia reducción de los tipos de interés nominales en la futura zona del euro en el período previo a la creación del euro, que según las series de tipos ILS y tipos de interés reales implícitos en los mercados estimadas mediante *backcasting* fue reflejo de una menor compensación por inflación y de tipos de interés reales más bajos, a partes iguales. Durante los primeros años que siguieron a la introducción del euro, tanto los tipos ILS como los tipos de interés reales implícitos en los mercados, ambos estimados retrospectivamente, se mantuvieron bastante estables, pero después registraron caídas adicionales significativas: primero en 2008 en el contexto de la crisis financiera mundial y, más tarde, durante el período de baja inflación transcurrido entre 2013 y la crisis de la pandemia en 2020-2021. No obstante, si bien los tipos ILS se han recuperado de sus descensos y han retornado a niveles próximos al 2 %, los tipos de interés reales implícitos se mantienen en niveles

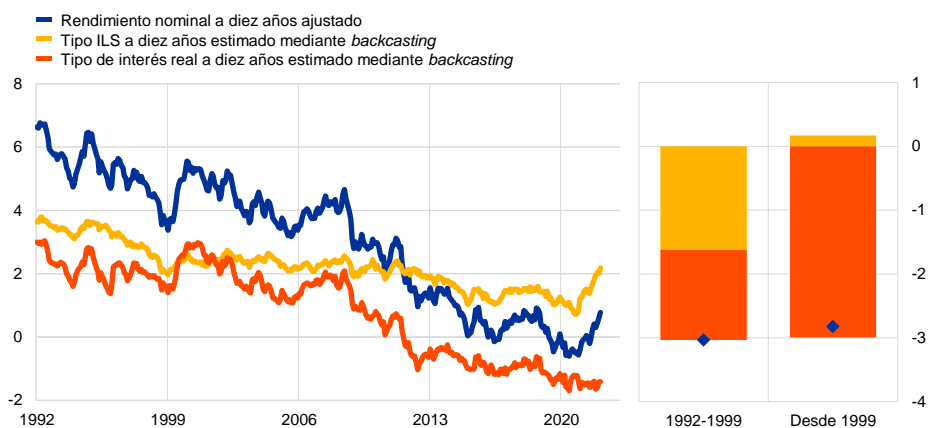
⁹ Véase B. S. Bernanke, «The Great Moderation», en E. F. Koenig, R. Leeson y G. A. Kahn. (eds.), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, capítulo 6, Hoover Institution Press, Stanford, California, junio de 2012.

históricamente bajos, en línea con la disminución más permanente del tipo de interés natural¹⁰.

Gráfico D

Descomposición del rendimiento nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro en un componente de inflación y tipos de interés reales

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom y Davis, y cálculos del BCE.

Notas: El rendimiento nominal libre de riesgo ajustado se calcula como la suma de las series estimadas mediante *backcasting* y ajustadas del tipo ILS a diez años y las series estimadas mediante *backcasting* y ajustadas del tipo de interés real a diez años implícito en los mercados. Los tipos ILS a diez años y los tipos de interés reales a diez años se han estimado mediante *backcasting* para la muestra de enero de 1992 a marzo de 2005. Las barras de variaciones del panel derecho muestran la descomposición de la variación del rendimiento nominal a diez años ajustado en un componente de inflación y otro de tipo de interés real en el período correspondiente. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

¹⁰ Para estimaciones y un análisis de los determinantes del tipo de interés natural, véase C. Brand, M. Bielecki y C. Penalver, «[The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 217, BCE, diciembre de 2018.

8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 2 de noviembre de 2022 y el 7 de febrero de 2023

Elvira Fioretto y Ross James Murphy

En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del BCE durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2022. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 2 de noviembre de 2022 y el 7 de febrero 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 tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos en su reunión de finales de octubre de 2022 y volvió a elevarlos otros 50 puntos básicos en su reunión de mediados de diciembre del mismo año. Estos aumentos se hicieron efectivos en el séptimo y el octavo período de mantenimiento, respectivamente.

El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro disminuyó en 245,8 mm de euros durante el período de referencia, pero se mantuvo en un nivel muy holgado, por encima de los 4 billones de euros. La disminución se debió principalmente a los reembolsos anticipados, realizados en los meses de noviembre y diciembre, de financiación obtenida en las operaciones 3 a 10 de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). Sin embargo, el descenso se compensó parcialmente por la reducción de los factores autónomos netos, que aportó liquidez al sistema. La contracción de los factores autónomos netos continuó la tendencia observada desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022 y, en el octavo período de mantenimiento, se debió principalmente a la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El Hrvatska narodna banka se incorporó al Eurosistema el 1 de enero de 2023 cuando Croacia adoptó el euro. Este banco se ha convertido, por tanto, en el 20.º miembro del Eurosistema. A partir del 1 de enero de 2023, las cifras del balance del Hrvatska narodna banka comenzaron a incluirse en los estados financieros del Eurosistema.

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, disminuyeron, en promedio, en 259,6 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.247 mm de euros. Esta disminución se debió casi íntegramente a una reducción de 264 mm de euros —hasta los 2.079,7 mm de euros— de los factores autónomos netos, que, a su vez, obedeció sobre todo a una caída de los

factores autónomos de absorción de liquidez (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Las exigencias de reservas mínimas se incrementaron ligeramente, en 4,4 mm de euros, hasta los 167,3 mm de euros.

Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 211,5 mm de euros, hasta situarse en 3.068,5 mm de euros, principalmente como consecuencia de la tendencia a la baja de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos. Los depósitos de las Administraciones Públicas cayeron 112,7 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 432,6 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el octavo período de mantenimiento (véase la sección del cuadro A titulada «Pasivos»). Con la eliminación del tipo de interés máximo del 0 % aplicado a los depósitos de las Administraciones Públicas, tal como decidió el Consejo de Gobierno en septiembre de 2022, el descenso refleja no solo efectos estacionales (se suelen mantener saldos más bajos al final del año), sino también una disminución más estructural después de la pandemia de los colchones mantenidos por los Tesoros nacionales y un aumento de la inversión de dichos colchones en instrumentos de mercado. El importe de los billetes en circulación se redujo, en promedio, en 11,3 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 1.563,2 mm de euros. La contracción 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, pero a un ritmo más lento. Esta tendencia se vio compensada, en parte, por el habitual incremento estacional observado al final del año.

Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 52,6 mm de euros y se situaron en 989,2 mm de euros. Mientras que los activos exteriores netos disminuyeron ligeramente (2,5 mm de euros), los activos netos denominados en euros aumentaron en 55,1 mm de euros en el período de referencia.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos¹ considerados anteriormente y sus variaciones.

¹ 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: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023						Período de referencia anterior: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 2 de noviembre a 20 de diciembre de 2022		Octavo período de mantenimiento: 21 de diciembre de 2022 a 7 de febrero de 2023		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	3.068,5	(-211,5)	3.155,4	(-74,9)	2.981,6	(-173,9)	3.280,0	(-105,3)
Billetes en circulación	1.563,2	(-11,3)	1.560,8	(-2,9)	1.565,6	(+4,7)	1.574,5	(-22,3)
Depósitos de las AAPP	432,6	(-112,7)	492,5	(-44,2)	372,8	(-119,7)	545,3	(-97,4)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	1.072,7	(-87,5)	1.102,1	(-27,7)	1.043,2	(-58,9)	1.160,2	(+14,5)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	37,4	(-1.933,8)	47,1	(-120,5)	27,7	(-19,5)	1.971,2	(-1.871,8)
Exigencias de reservas mínimas^{2), 3)}	167,3	(+4,4)	166,7	(+2,3)	167,9	(+1,3)	162,9	(+3,8)
Facilidad de depósito	4.286,5	(+1.688,0)	4.521,5	(+31,5)	4.051,6	(-470,0)	2.598,5	(+1.918,3)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

1) 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.

3) Con la suspensión del sistema de dos tramos se ha eliminado del cuadro la información sobre los tramos exentos.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023						Período de referencia anterior: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 2 de noviembre a 20 de diciembre de 2022		Octavo período de mantenimiento: 21 de diciembre de 2022 a 7 de febrero de 2023		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	989,2	(+52,6)	996,0	(+14,5)	982,4	(-13,6)	936,6	(-5,4)
Activos exteriores netos	950,4	(-2,5)	960,4	(+4,6)	940,4	(-20,0)	952,9	(+14,6)
Activos netos denominados en euros	38,8	(+55,1)	35,6	(+9,8)	42,0	(+6,3)	-16,3	(-20,0)
Instrumentos de política monetaria	6.570,9	(-505,4)	6.895,1	(-175,9)	6.246,7	(-648,4)	7.076,3	(-49,6)
Operaciones de mercado abierto	6.570,9	(-505,4)	6.895,1	(-175,9)	6.246,6	(-648,5)	7.076,3	(-49,6)
Operaciones de crédito	1.626,8	(-497,9)	1.949,0	(-173,7)	1.304,5	(-644,5)	2.124,7	(-53,7)

	Período de referencia actual: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023						Período de referencia anterior: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 2 de noviembre a 20 de diciembre de 2022		Octavo período de mantenimiento: 21 de diciembre de 2022 a 7 de febrero de 2023		Quinto y sexto período de mantenimiento	
OPF	1,6	(-1,2)	1,9	(-2,0)	1,2	(-0,7)	2,8	(+2,1)
OPFML a tres meses	2,4	(+1,2)	2,0	(+0,4)	2,8	(+0,8)	1,2	(+0,9)
Operaciones TLTRO III	1.621,9	(-496,8)	1.944,0	(-171,7)	1.299,7	(-644,3)	2.118,7	(-55,9)
Operaciones PELTRO	0,9	(-1,0)	1,1	(-0,4)	0,8	(-0,3)	2,0	(-0,8)
Carteras en firme	4.944,1	(-7,5)	4.946,1	(-2,2)	4.942,1	(-3,9)	4.951,6	(+4,0)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+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 mantenimiento o de referencia anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OPFML» 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: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023						Período de referencia anterior: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 2 de noviembre a 20 de diciembre de 2022		Octavo período de mantenimiento: 21 de diciembre de 2022 a 7 de febrero de 2023		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	2.247,0	(-259,6)	2.326,4	(-86,9)	2.167,5	(-158,9)	2.506,6	(-96,2)
Factores autónomos netos ²⁾	2.079,7	(-264,0)	2.159,8	(-89,2)	1.999,6	(-160,2)	2.343,7	(-100,0)
Exceso de liquidez ³⁾	4.323,9	(-245,8)	4.568,6	(-89,0)	4.079,1	(-489,5)	4.569,7	(+46,5)

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: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023						Período de referencia anterior: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 2 de noviembre a 20 de diciembre de 2022		Octavo período de mantenimiento: 21 de diciembre de 2022 a 7 de febrero de 2023		Quinto y sexto período de mantenimiento	
OPF	2,25	(+1,38)	2,00	(+0,75)	2,50	(+0,50)	0,88	(+0,88)
Facilidad marginal de crédito	2,50	(+1,38)	2,25	(+0,75)	2,75	(+0,50)	1,13	(+0,88)
Facilidad de depósito	1,75	(+1,38)	1,50	(+0,75)	2,00	(+0,50)	0,38	(+0,88)
€STR	1,652	(+1,366)	1,402	(+0,745)	1,902	(+0,501)	0,286	(+0,869)
Índice RepoFunds Rate Euro	1,485	(+1,337)	1,313	(+0,854)	1,658	(+0,345)	0,148	(+0,794)

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 se redujo en 505,4 mm de euros, hasta un importe de 6.570,9 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Esta

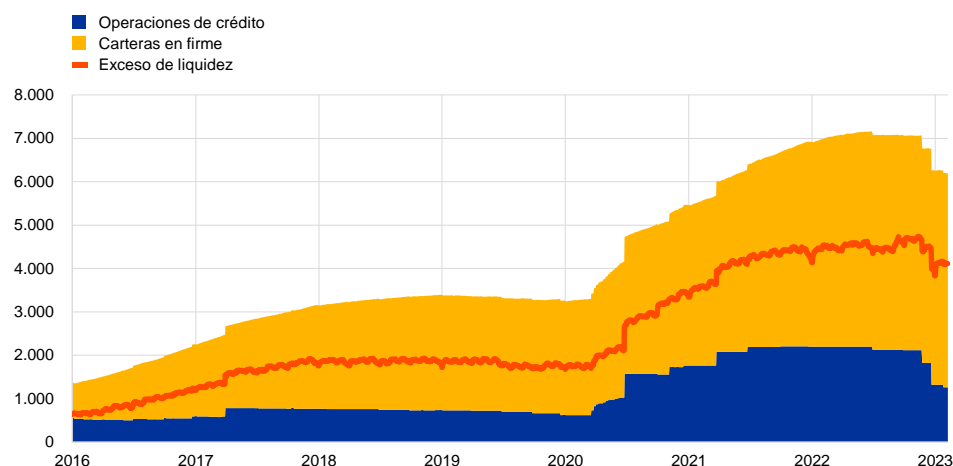
reducción de liquidez obedeció principalmente a la disminución de las operaciones de crédito como consecuencia de los reembolsos voluntarios de fondos de las TLTRO III por parte de las entidades de crédito. A finales de marzo de 2022 se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) del BCE y el 1 de julio de 2022 a las efectuadas al amparo de su programa de compras de activos (APP), con lo que las carteras en firme ya no proporcionan liquidez adicional². Como se comunicó en diciembre, el tamaño de la cartera del APP disminuirá a un ritmo mesurado y predecible desde principios de marzo de 2023, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. La disminución será, en promedio, de 15 mm de euros mensuales hasta el final de junio de 2023 y su ritmo posterior se determinará más adelante.

² Además, 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 las carteras.

Gráfico A

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

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de febrero de 2023.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 497,9 mm de euros durante el período de referencia. Esta reducción refleja principalmente los reembolsos voluntarios de operaciones TLTRO III realizados durante el período considerado, por importe de 496,8 mm de euros. Los reembolsos anticipados voluntarios efectuados en noviembre, diciembre y enero ascendieron a 296,3 mm de euros, 447,5 mm de euros y 62,7 mm de euros, respectivamente. Estos considerables reembolsos se produjeron tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de recalibrar las condiciones de las operaciones a finales de octubre para asegurar su coherencia con el proceso más amplio de normalización de la política monetaria. Las variaciones que registraron otras operaciones de crédito (operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia, operaciones principales de financiación y operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses) fueron menores, con un descenso neto de solo 1 mm de euros en la liquidez proporcionada a través de estas operaciones.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez disminuyó en 245,8 mm de euros, hasta un importe de 4.323,9 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. Esta disminución 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 a raíz de los citados reembolsos anticipados de las TLTRO III, neto de los efectos de los factores autónomos.

Evolución de los tipos de interés

El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) aumentó, en promedio, en 136,6 puntos básicos (pb) durante el período de referencia y se situó en el 1,65 % anual. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE que pasaron a ser aplicables en noviembre y diciembre a los tipos de interés de las operaciones sin garantía del mercado monetario fue completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 9,8 pb y 10 pb por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento, respectivamente, en comparación con 8,5 pb y 9,3 pb durante el quinto y el sexto período de mantenimiento, respectivamente.

El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, aumentó en casi 133,7 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el 1,485 %. La transmisión a los tipos de interés de las operaciones con garantía del mercado monetario no fue tan fluida como en el caso de las operaciones del segmento sin garantía, sobre todo cuando se produjeron las subidas iniciales de los tipos oficiales de julio y septiembre de 2022. Sin embargo, la transmisión mejoró posteriormente, y los aumentos de los tipos de interés oficiales de noviembre y de diciembre se transmitieron casi íntegramente. Es probable que esta mayor fluidez se debiera a la menor preocupación por la escasez de activos de garantía. La disponibilidad de estos activos mejoró a través de diversos canales. En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cambiar la remuneración de determinados depósitos no relacionados con la política monetaria eliminando temporalmente, hasta el 30 de abril de 2023, el tipo de interés máximo del 0 % aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas. De esta forma, se redujo la preocupación de los mercados de que una gran parte de estos depósitos mantenidos en el Eurosistema se colocara en el mercado de *repos*. Los organismos de gestión de la deuda pública de Alemania y de Italia anunciaron medidas adicionales para facilitar el funcionamiento del mercado de *repos*. El 10 de noviembre, el Eurosistema aumentó hasta 250 mm de euros (desde 150 mm de euros) el límite de efectivo aceptado como garantía en las operaciones de préstamo de valores, con el fin de evitar posibles preocupaciones en torno al final del año y de respaldar el funcionamiento de los mercados en general. Además, los reembolsos anticipados de financiación obtenida en las operaciones TLTRO III también han contribuido a incrementar la disponibilidad de activos de garantía admitidos en las operaciones de *repos* al liberar algunos activos de garantía negociables que se habían utilizado como garantía en dichas operaciones.

Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación¹

Cristina Checherita-Westphal y Ettore Dorrucci

En este recuadro se actualizan las estimaciones sobre el apoyo fiscal prestado por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2023². Se actualiza el coste presupuestario de las medidas discrecionales de compensación por el precio de la energía y por la inflación para reflejar la evolución más reciente de los precios energéticos y los cambios en la política fiscal desde las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2022. También se aporta información más granular sobre el diseño y el calendario de aplicación de estas medidas de apoyo fiscal. Por ejemplo, se facilita un análisis de los topes a los precios de la energía y del perfil trimestral de las medidas, lo que ayuda a proporcionar una indicación más precisa de la transmisión de dichas medidas a la inflación³.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, el apoyo fiscal discrecional aprobado por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación continúa siendo cuantioso en 2023 (gráfico A). Se estima que el apoyo fiscal ascenderá a alrededor del 1,8 % del PIB de la zona del euro en 2023 (frente al 1,9 % en 2022) y caerá significativamente hasta situarse en el 0,5 % del PIB en 2024. Con anterioridad a la invasión rusa de Ucrania, el apoyo energético en la zona del euro era relativamente limitado y se circunscribía a un reducido número de países. Sin embargo, tras la escalada de los precios de la energía en 2022, todos los países de la zona adoptaron medidas de apoyo energético, aunque su tamaño difería de manera considerable de unos Estados miembros a otros. Estas medidas revistieron en su mayoría la forma de rebajas de los impuestos indirectos y de aumentos de las subvenciones, sobre todo en relación con los productos energéticos, así como de transferencias a los hogares. En otoño de 2022, cuando los Gobiernos elaboraron sus planes presupuestarios para 2023 —sustentados en algunos países por estrategias públicas plurianuales—, las medidas se ampliaron al último trimestre de 2022 y a 2023, y algunas de ellas tendrán efectos en el período 2024-2025.

¹ En este recuadro se actualizan las estimaciones recogidas en el artículo titulado «[Política fiscal e inflación elevada](#)», que se incluye en este Boletín Económico, pero se publicó el 13 de febrero de 2023. El artículo se refiere a las medidas públicas con impacto en el saldo presupuestario. Además, algunos Gobiernos han aprobado medidas regulatorias que limitan el aumento de los precios de la energía que puede que no tengan un efecto directo en el saldo presupuestario u otras formas de apoyo a la liquidez, como avales. Estos últimos afectarían, en principio, a sus saldos presupuestarios solo si se activan los avales (pasivos contingentes).

² Las proyecciones y los supuestos relativos a la política fiscal en el contexto de las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2023 se finalizaron a principios de marzo de 2023.

³ Para una cuantificación actualizada del impacto de estas medidas sobre la inflación en el período 2023-2025, véanse las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE](#) publicadas el 16 de marzo de 2023.

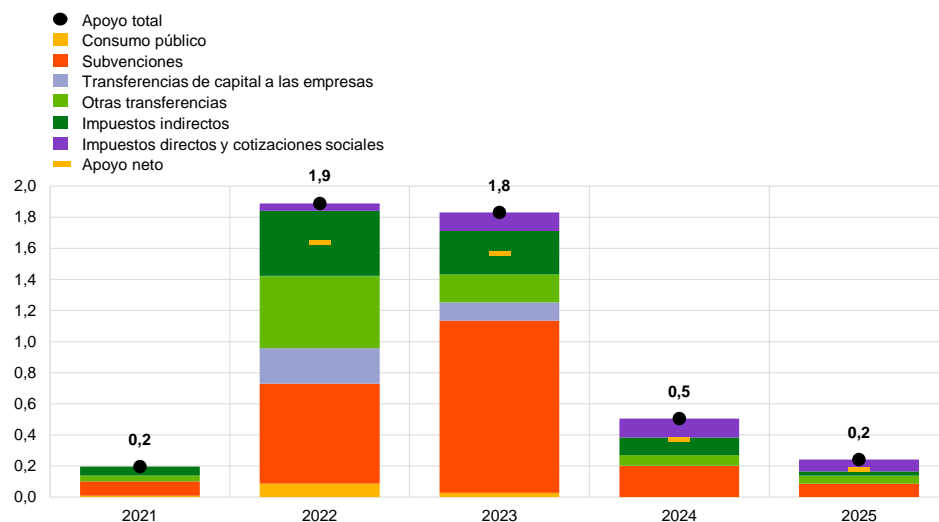
Además, se aprobaron medidas importantes de precios máximos en determinados países, en concreto en Alemania (con efectos de déficit principalmente en 2023) y en los Países Bajos (con efectos limitados a 2023). En otros países, este tipo de medidas se ampliaron, como en Francia (hasta 2023, con algunos efectos estimados también para 2024) y, en menor medida, en España (hasta 2023).

Gráfico A

Medidas discrecionales de apoyo fiscal adoptadas en la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación

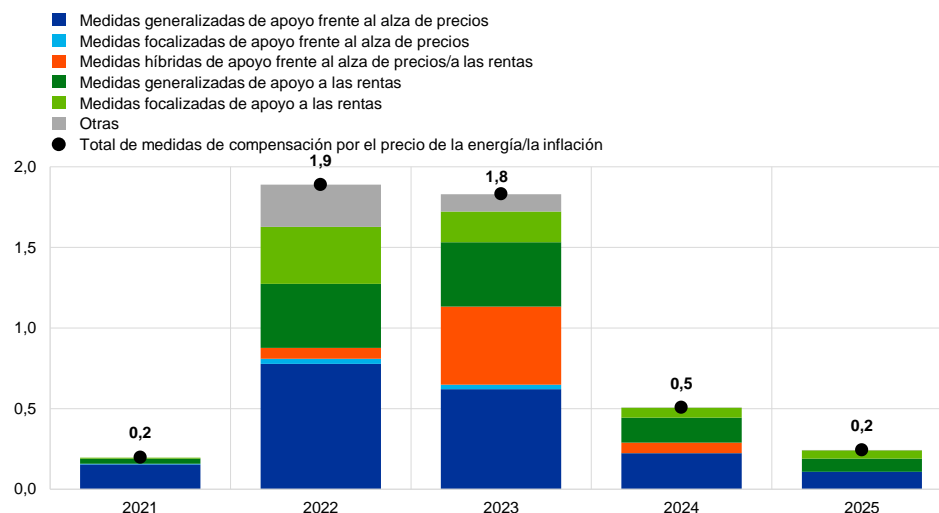
a) Tamaño del apoyo y composición por instrumento fiscal durante el horizonte de proyección

(porcentajes del PIB)



b) Descomposición de las medidas por canales a través de los que afectan a la inflación

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2023 y actualizaciones de los cuestionarios fiscales facilitadas por el Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés) del SEBC.

Notas: En el panel a, el tamaño de las barras muestra el apoyo fiscal con impacto en el saldo presupuestario en términos brutos. «Apoyo neto» se refiere al apoyo presupuestario bruto ajustado por las medidas de financiación discrecionales (principalmente impuestos sobre los beneficios extraordinarios del sector energético). «Otras transferencias» son, fundamentalmente, las transferencias a los hogares. Las distinciones entre las medidas de apoyo a las rentas y frente al alza de precios, así como entre las medidas focalizadas y las generalizadas que aparecen en el panel b, se explican en el artículo titulado «Política fiscal e inflación elevada» de este Boletín Económico. La categoría «Medidas híbridas de apoyo frente al alza de precios/a las rentas» se refiere a las medidas de apoyo fiscal que no pueden clasificarse claramente ni como de apoyo a las rentas ni como de apoyo frente al alza de precios. Corresponden sobre todo a los frenos a los precios de la energía en Alemania, que son de carácter híbrido en el sentido de que las medidas se registran en principio como de apoyo a las rentas, pero también tienen efectos sobre el IAPC. La categoría «Otras» incluye las compras de los Gobiernos para llenar las instalaciones de almacenamiento de gas, las transferencias de capital para apoyar la liquidez de las empresas y otros conceptos residuales.

En comparación con las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2022, el apoyo fiscal bruto total facilitado en la zona del euro en respuesta a la crisis

energética y a la elevada inflación se ha reducido para 2023, aunque solo en 0,14 puntos porcentuales considerando el conjunto del año. El motivo de que se mantenga el coste presupuestario de las medidas energéticas es que solo alrededor del 43 % de dicho apoyo fiscal en 2023 está relacionado directamente con los precios energéticos a través de los topes fijados. El resto corresponde a medidas convencionales, como subvenciones, rebajas de impuestos indirectos y transferencias a los hogares, que no suelen tener una relación explícita con los precios de mercado de la energía. Esto significa que esas medidas o bien se revierten tras una decisión discrecional o se mantienen vigentes. Además, resultaría difícil reevaluar su impacto presupuestario efectivo en tiempo real. El grado en el que las medidas de fijación de topes a los precios se transmiten de los precios mayoristas de la energía al coste fiscal difiere de unos países a otros. En concreto, depende de tres factores principales: i) el desfase con el que los precios mayoristas afectan a los precios de consumo (minoristas) de la energía (cuanto más largo sea el desfase, más tarde reaccionan los costes fiscales); ii) el diseño específico de las medidas (por ejemplo, que se basen en el consumo energético pasado o en el actual), y iii) la estructura de los contratos energéticos vigente en cada país (precio fijo frente a precio flexible). Por lo que respecta a las cinco mayores economías de la zona del euro, se estima que, en el mismo año, la transmisión de los precios mayoristas a los costes fiscales es elevada en los Países Bajos y baja en Alemania y en Francia, mientras que las medidas de topes a los precios con un efecto directo en el saldo presupuestario son relativamente limitadas en España y no se aplican en Italia, al menos hasta el momento. Por último, el mantenimiento del coste del apoyo fiscal para 2023 a nivel agregado de la zona del euro también se puede explicar por el hecho de que las estimaciones se han revisado al alza para algunos países desde las proyecciones de diciembre de 2022, a raíz de nueva información incluida en las leyes de presupuestos definitivas, como las ampliaciones de las medidas de apoyo a 2023⁴.

Como se ilustra en el panel b del gráfico A, estas medidas de compensación por el precio de la energía/la inflación afectan a esta última a través de dos canales principales:

1. **Efectos directos sobre los precios.** Las medidas fiscales de carácter temporal con un impacto directo en el coste marginal del consumo energético reducen las presiones inflacionistas a corto plazo. También pueden favorecer la moderación salarial y, por tanto, limitar los efectos de segunda vuelta del encarecimiento de la energía. Las medidas de este grupo se clasifican en dos categorías principales:
 - a) Rebajas de los impuestos indirectos y medidas equivalentes, como reducciones de las tarifas de acceso a las redes energéticas. Estas

⁴ Si se analiza el apoyo en términos netos en vez de brutos (es decir, apoyo bruto menos medidas de financiación discrecionales), las medidas energéticas de la zona del euro para 2023 se mantienen prácticamente sin cambios desde las proyecciones de diciembre de 2022, en el 1,6 % del PIB. Para algunas medidas de financiación discrecionales, como los impuestos extraordinarios sobre los beneficios de las empresas del sector energético y la reducción de las subvenciones a las empresas generadoras de energías verdes, el rendimiento de las medidas depende más directamente de la dinámica de los precios del gas y, por tanto, se ha revisado a la baja en mayor grado, en particular en Francia.

medidas reducen los precios cuando se aprueban y tienen los efectos inversos cuando se retiran, lo que genera un perfil de inflación de efecto «acantilado» que puede ser relativamente independiente de la evolución contemporánea de los precios de la energía;

- b) Topes a los precios minoristas del gas y de la electricidad. Si bien algunas de estas medidas tienen también un efecto directo sobre la inflación, su impacto sobre el perfil de la inflación suele ser más suave que el de las medidas que afectan a los impuestos indirectos.

2. **Efectos indirectos sobre la renta disponible a través de la demanda agregada.**

En este caso, podrían esperarse algunos efectos al alza acumulados sobre la inflación. Sin embargo, estos efectos serán relativamente menos pronunciados y más retardados, dado que operan a través del canal de la renta disponible que afecta al consumo privado solo parcialmente y con cierto desfase. Al mismo tiempo, su impacto puede ser más persistente.

Aunque los dos canales tienden a actuar en direcciones opuestas, a corto plazo el impacto en la inflación medida por el IAPC se deriva principalmente de los efectos directos sobre los precios.

El panel b del gráfico A proporciona estimaciones anuales de los costes presupuestarios de estos dos canales de transmisión principales, así como de las medidas de carácter híbrido —que encajan en ambas categorías— y de las que no son fácilmente clasificables en ninguna de las dos categorías. Además, pone de relieve la importante distinción entre las medidas generalizadas y las focalizadas, que también es relevante en términos tanto distributivos como de la transmisión macroeconómica. En conjunto, el apoyo focalizado en los hogares de renta baja y las empresas intensivas en energía continúa siendo limitado en la zona del euro, aunque con una heterogeneidad significativa entre países⁵.

Por último, combinado con un análisis más detallado de los instrumentos fiscales, el perfil trimestral del apoyo fiscal a lo largo del horizonte de proyección también juega un papel importante, dadas sus implicaciones macroeconómicas (gráfico B).

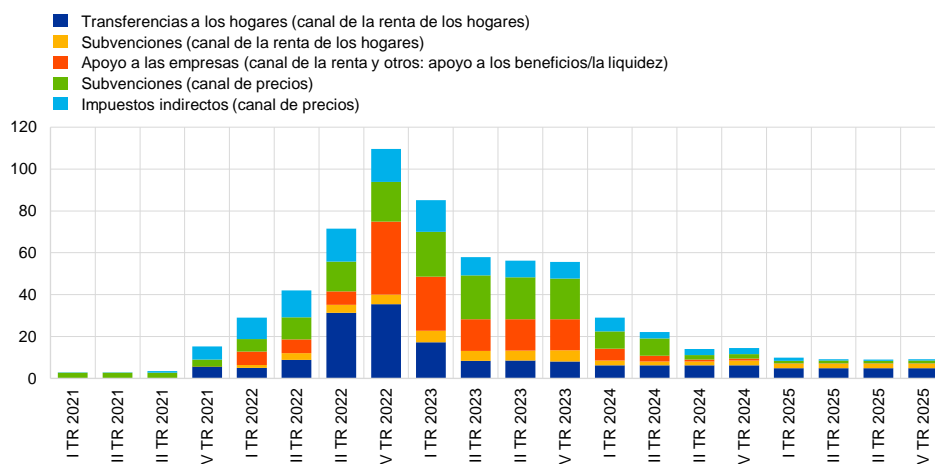
Si bien en 2022 el tamaño de las medidas crecía de un trimestre a otro, posteriormente se observa lo contrario. El perfil trimestral apunta a una reversión significativa de determinadas medidas ya en el primer trimestre de 2023 (por importe de alrededor de 30 mm de euros). Después, se estima que el coste de las medidas se reduce aproximadamente a la mitad a principios de 2024 y cae de forma más gradual a partir de entonces. El gráfico B muestra asimismo los instrumentos fiscales y los canales de transmisión que son relevantes para las simulaciones de modelos macroeconómicos.

⁵ Las estimaciones oscilan entre un 10 % y un 30 %, dependiendo de la definición de «focalizado». Sobre la base de la definición que se utiliza en las estimaciones del Eurosistema que atiende a criterios de renta, las medidas focalizadas solo representan el 12 % en 2023.

Gráfico B

Perfil trimestral y clasificación, por canal macroeconómico, de las medidas discrecionales de apoyo fiscal adoptadas en la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación

(mm de euros)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2023 y actualizaciones de los cuestionarios fiscales facilitadas por el WGPF del SEBC.

Notas: La clasificación de las medidas de apoyo energético se basa en la definición de las medidas de precios del WGPF (es decir, aquellas que afectan al coste marginal del consumo energético), mientras que las medidas de apoyo a las rentas se clasifican atendiendo a la definición dada en el artículo titulado «Política fiscal e inflación elevada» de este Boletín Económico. Esta clasificación se ajusta además para tener en cuenta mejor los canales a través de los que las medidas afectan a la inflación (más allá de su registro en las estadísticas financieras públicas, como se muestra en el panel A del gráfico A). Con el fin de medir los efectos macroeconómicos, se simulan otras formas de apoyo a las empresas (recogidas en «apoyo a los beneficios/la liquidez») que se consideran equivalentes a una reducción de los impuestos directos. Para el perfil trimestral, las estimaciones se basan en un enfoque desagregado (*bottom-up*) para cada país, que tiene en cuenta la fecha de comienzo y de finalización de la aplicación de las medidas individuales y el trimestre en el que, según se ha anunciado, se efectuará el pago de las medidas de apoyo a las rentas, si se conoce. Si no está especificado el calendario de las medidas, los costes presupuestarios se distribuyen por igual entre trimestres.

Las estimaciones presentadas en este recuadro están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre. En conjunto, se considera que el balance de riesgos con respecto a los costes fiscales de estas medidas de apoyo, particularmente en 2023, está orientado a un menor estímulo debido a la reciente disminución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, continúa habiendo algunos riesgos al alza relacionados con un posible apoyo energético adicional, sobre todo durante el invierno de 2023/2024.

Artículo

1 Política fiscal e inflación elevada

Krzysztof Bankowski, Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Pascal Jacquinot y Philip Muggenthaler

Introducción

La zona del euro, al igual que otras economías avanzadas, ha estado experimentando dificultades como consecuencia del rápido y acusado incremento de la inflación. Desde mediados de 2021, la inflación de la zona del euro ha aumentado a un ritmo observado por última vez en los años setenta y a principios de los ochenta, después de haberse situado por debajo del objetivo del BCE del 2 % durante casi una década. La inflación interanual, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), pasó del 1,9 % registrado en junio de 2021 al 10,6 % en octubre de 2022, y posteriormente disminuyó hasta situarse en el 9,2 % en diciembre de 2022. El fuerte aumento de la inflación se debió, en gran medida, a perturbaciones de oferta externas y, en menor medida, a factores internos de demanda¹.

La relación entre la inflación y las finanzas públicas es bidireccional y depende de varios factores. Normalmente se espera que una tasa de inflación más elevada mejore las finanzas públicas, al menos a corto plazo, debido a que aumentan los ingresos públicos, mientras que el gasto público por lo general se incrementa con cierto desfase. Sin embargo, como muestra este artículo, las implicaciones fiscales de una perturbación inflacionista dependen de varios factores, entre los que cabe destacar: i) la naturaleza y la magnitud de la perturbación; ii) la respuesta fiscal discrecional a la perturbación de inflación; iii) aspectos institucionales de los presupuestos públicos (por ejemplo, indexación de algunas partidas del gasto público a la evolución de los precios y características de los sistemas tributarios), y iv) la reacción de la política monetaria. A su vez, la reacción de la política fiscal afecta a las propias perspectivas de inflación, en función de la magnitud del impulso y su composición, entre otros factores.

En este artículo se estudia la relación entre la política fiscal y la inflación, poniendo el foco en la zona del euro y tomando como base las proyecciones

¹ BCE, «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2022](#)». Estas proyecciones muestran que la energía siguió siendo el componente que más contribuyó a la inflación medida por el IAPC —en particular después de que Rusia invadiera Ucrania el 24 de febrero de 2022 y de que se produjeran nuevas disrupciones en las cadenas de suministro— y todos los subcomponentes principales (combustibles, electricidad y gas) registraron una dinámica de precios elevados. Para consultar una descomposición empírica de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, véase el recuadro titulado «[El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX](#)» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022.

macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022². Después de presentar un resumen de la literatura en la sección 2, en la sección 3 se analiza el impacto de la inflación en las finanzas públicas. Se diferencia entre las medidas discrecionales aplicadas por los Gobiernos para aliviar la carga derivada de la inflación elevada en la economía y otros ajustes de gastos y de ingresos realizados en los presupuestos públicos. El análisis también abarca el impacto de la perturbación de inflación actual sobre las proyecciones de deuda pública a largo plazo. En la sección 4 se presentan simulaciones de modelos que miden el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal en la inflación y en el crecimiento. Para complementar el análisis se incluye un recuadro sobre los aspectos distributivos de las medidas de política fiscal, particularmente los relativos a la renta de los hogares. Por último, la sección 5 contiene las conclusiones.

Conclusiones

Más allá del corto plazo, las finanzas públicas de la zona del euro pueden verse afectadas negativamente por el actual episodio de inflación elevada.

Esto sucedería incluso si no se tuviesen en cuenta las medidas discrecionales aplicadas por los Gobiernos para responder a la subida de los precios de la energía y de la inflación (se considera que se mantendrá en niveles próximos al 2 % durante el período 2022-2023). Este impacto negativo puede explicarse, sobre todo, por la naturaleza y la magnitud de la perturbación de inflación en la zona del euro, dado que se trata, principalmente, de una gran perturbación energética externa que genera menos ingresos tributarios en relación con su magnitud, afecta negativamente a la rentabilidad y al crecimiento de las empresas, y ejerce presiones intensas sobre el gasto público nominal. Además, la reacción de la política monetaria que se requiere para evitar que esta perturbación de inflación produzca efectos de segunda vuelta se está plasmando en un aumento de los pagos por intereses de la deuda pública. En términos de la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro, el análisis muestra que, más allá del corto plazo y en función de la reacción de la política monetaria, el impacto negativo sobre la actividad económica derivado de una perturbación adversa de oferta puede ser superior al efecto positivo de una inflación más alta en las ratios de deuda.

Se considera que las medidas fiscales discrecionales aplicadas por los Gobiernos de la zona del euro para responder a la subida de los precios de la energía y de la inflación tienen efectos macroeconómicos y distributivos significativos, pero solo temporales.

Se estima que estas medidas reducirán las presiones inflacionistas durante el período 2022-2023, antes de que este efecto revierta completamente, lo que llevará a una inflación más elevada en el período 2024-2025. Con todo, el grado de efectividad de las medidas fiscales y su composición para influir en la dinámica de los precios es muy incierto dada su

² Véase BCE, «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022](#)». Este artículo se publicó el 13 de febrero de 2023 y se basó en las últimas proyecciones disponibles en ese momento.

naturaleza sin precedentes. También se llega a la conclusión de que el apoyo fiscal discrecional proporcionado para responder a los niveles elevados de los precios energéticos y de la inflación inicialmente aumenta el crecimiento del PIB y sustenta la renta disponible nominal de los hogares. Sin embargo, pese a ser progresivas, algunas medidas fiscales no son muy eficientes desde una perspectiva económica. Se estima que solo una proporción relativamente pequeña del apoyo se dirige a los hogares de rentas más bajas. Asimismo, la carga adicional que soportan las finanzas públicas, especialmente si el apoyo se amplía mediante medidas más duraderas, puede plantear retos adicionales en un entorno de aumento de los pagos por intereses, en particular en países con altos niveles de endeudamiento.

El efecto neto sobre las variables fiscales y macroeconómicas dependerá de muchos factores, incluida la reacción de las políticas fiscales y monetaria en los próximos meses. Las medidas fiscales que no sean temporales, ni estén focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía agravarán probablemente las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más contundente de la política monetaria. Por tanto, las políticas fiscales deberían ir orientadas a aumentar la productividad de la economía de la zona del euro, a reconstituir los colchones fiscales y a reducir gradualmente los altos niveles de deuda pública³.

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

³ BCE, «[Declaración de Política Monetaria](#)», 15 de diciembre de 2022.

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

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Los datos incluidos en esta sección del *Boletín Económico* están disponibles en el SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

En el SDW puede consultarse el *Boletín Estadístico* completo: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Las definiciones metodológicas se encuentran en las notas generales del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las notas técnicas del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión, d.)							Importaciones de mercancías ¹⁾				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	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	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,2	9,9	12,7
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	3,3	4,1	2,3
2022 I TR	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,3	2,9	-0,4
II TR	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,0	-0,1	0,2
III TR	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	-0,5	2,1
IV TR	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-2,1	-2,5	-1,7
2022 Jul	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,3	0,6	2,1
Ago	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,9	49,1	47,5	0,9	-0,6	2,6
Sep	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,8	-0,5	2,1
Oct	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	0,1	-1,0	1,3
Nov	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-0,9	-1,7	0,0
Dic	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-2,1	-2,5	-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 períodos; los datos mensuales son variaciones intertrimestrales. Todos los datos están desestacionalizados.

2) Excluida la zona del euro.

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	11.456,9	11.047,1	5.924,8	2.565,4	2.516,4	1.222,5	683,7	603,5	40,5	409,8	5.187,5	4.777,6
2021	12.318,5	11.840,8	6.283,7	2.718,4	2.710,6	1.376,3	761,5	565,6	128,0	477,7	6.072,6	5.594,9
2022	13.338,5	13.116,4	7.004,9	2.863,5	3.024,9	1.552,1	839,6	625,6	223,0	222,2	7.302,8	7.080,6
2022 I TR	3.240,6	3.161,5	1.683,2	701,9	721,3	375,5	199,3	144,6	55,1	79,1	1.713,6	1.634,5
II TR	3.306,2	3.239,8	1.732,3	709,7	744,6	387,4	206,3	148,9	53,2	66,4	1.826,0	1.759,6
III TR	3.354,4	3.344,9	1.778,6	717,0	783,7	391,4	215,8	174,5	65,7	9,5	1.889,3	1.879,8
IV TR	3.426,6	3.355,2	1.809,5	735,3	766,1	393,6	215,0	155,6	44,3	71,3	1.886,7	1.815,4
en porcentaje del PIB												
2022	100,0	98,3	52,5	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,7	1,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2022 I TR	0,6	-0,3	0,1	0,1	-0,7	2,3	1,3	-9,6	-	-	1,4	-0,6
II TR	0,9	0,9	1,1	-0,1	0,9	-0,2	1,8	2,6	-	-	1,7	1,9
III TR	0,4	1,5	0,9	-0,2	3,9	-0,9	3,0	17,1	-	-	1,7	4,2
IV TR	0,0	-1,0	-0,9	0,7	-3,6	-0,9	-1,6	-11,5	-	-	0,1	-1,9
tasas de variación interanual												
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,7	4,3	3,8	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,6	8,4
2022	3,5	3,7	4,3	1,1	3,7	2,1	4,0	7,1	-	-	7,0	7,9
2022 I TR	5,5	5,7	8,2	3,0	4,0	5,0	1,7	4,6	-	-	8,6	9,4
II TR	4,4	4,6	5,9	0,8	3,0	2,1	2,3	6,0	-	-	7,7	8,4
III TR	2,4	3,8	2,3	0,1	7,7	1,6	7,7	23,1	-	-	7,6	11,1
IV TR	1,8	1,1	1,2	0,5	0,5	0,3	4,5	-3,9	-	-	5,0	3,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2022 I TR	0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,5	-0,3	1,0	-	-
II TR	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
III TR	0,4	1,5	0,5	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,1	-	-
IV TR	0,0	-1,0	-0,4	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,1	1,0	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2020	-6,1	-5,6	-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	0,3	1,3	-	-
2022	3,5	3,6	2,2	0,3	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	-	-
2022 I TR	5,5	5,5	4,1	0,7	0,9	0,6	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
II TR	4,4	4,4	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
III TR	2,4	3,7	1,2	0,0	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,2	-	-
IV TR	1,8	1,0	0,6	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,2	0,9	-	-

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
Precios corrientes (mm de euros)												
2020	10.326,8	175,3	1.994,7	543,8	1.794,0	544,4	483,2	1.207,7	1.200,5	2.060,3	322,9	1.130,1
2021	11.046,1	188,3	2.170,8	593,7	1.994,9	586,6	495,8	1.243,0	1.286,4	2.152,1	334,5	1.272,4
2022	12.004,9	219,0	2.413,4	654,3	2.312,8	620,3	511,7	1.299,6	1.374,9	2.234,4	364,6	1.333,6
2022 I TR	2.902,2	50,9	582,8	158,6	547,8	151,1	123,8	316,1	336,3	548,0	86,7	338,4
II TR	2.967,4	53,7	600,2	162,1	572,6	154,6	125,5	319,3	341,6	547,6	90,2	338,8
III TR	3.022,5	56,4	601,7	164,5	591,2	155,2	127,9	325,3	345,5	561,6	93,1	332,0
IV TR	3.098,2	57,7	633,0	167,9	599,4	158,1	133,9	333,6	351,4	570,7	92,5	328,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2022	100,0	1,8	20,1	5,5	19,3	5,2	4,3	10,8	11,5	18,6	3,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2022 I TR	0,9	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,6	-0,2	0,9	1,1	0,8	2,4	-1,9
II TR	0,7	-0,7	0,5	-0,7	1,9	2,1	0,3	0,3	0,8	-0,3	4,3	2,0
III TR	0,7	0,6	0,9	-1,2	1,2	0,1	-0,2	-0,2	0,3	1,4	2,9	-2,8
IV TR	-0,3	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,7	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-2,8	2,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2020	-6,0	0,0	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,6	-6,9
2021	5,2	0,1	7,2	4,9	7,8	7,1	2,7	1,7	6,0	3,5	3,6	6,5
2022	3,6	-1,2	2,0	1,5	8,2	5,9	-0,1	2,0	4,2	1,5	11,7	2,2
2022 I TR	5,4	-0,8	2,0	4,6	14,5	6,7	0,1	3,0	6,4	1,9	17,7	6,3
II TR	4,5	-1,8	2,2	1,9	11,7	7,0	0,3	2,3	5,0	1,2	16,7	3,2
III TR	2,7	-1,0	2,5	0,7	5,0	5,3	-0,3	1,5	3,2	1,2	7,1	0,3
IV TR	2,1	-1,5	2,2	-0,5	2,9	4,7	-0,3	1,3	2,4	1,8	6,8	-0,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2022 I TR	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II TR	0,7	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
III TR	0,7	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
IV TR	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,5	0,3	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	-
2022 I TR	5,4	0,0	0,4	0,2	2,5	0,4	0,0	0,3	0,7	0,4	0,5	-
II TR	4,5	0,0	0,4	0,1	2,1	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
III TR	2,7	0,0	0,5	0,0	0,9	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	-
IV TR	2,1	0,0	0,4	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, 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
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2020	100,0	85,9	14,1	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	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	6,3	24,4	3,2	2,3	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-1,5	-1,6	-1,2	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	0,0	-0,4	3,2	0,5	4,7	0,8	0,9	3,0	2,1	0,8
2022	2,2	2,5	0,9	-0,9	1,2	3,0	3,3	5,7	-0,1	3,0	3,0	1,5	1,5
2022 I TR	3,1	3,4	1,3	-0,9	1,3	3,4	5,1	6,1	-0,3	2,3	4,4	1,8	2,9
II TR	2,7	3,0	0,8	-0,2	1,2	3,4	4,7	6,0	0,2	2,5	3,3	1,6	1,6
III TR	1,8	1,9	0,9	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,4	3,8	2,4	1,4	0,6
	1,5	1,6	0,5	-1,2	1,0	2,0	1,7	4,5	0,3	3,3	2,0	1,3	0,9
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,5	7,2	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	0,3	4,4	8,8	6,8	7,5	2,8	6,5	7,5	3,6	5,5
2022	3,4	3,6	2,8	-1,7	1,1	3,1	7,5	5,5	-0,6	4,9	4,0	0,7	6,1
2022 I TR	6,5	6,6	6,5	-2,0	2,0	4,7	16,1	6,3	-0,5	6,2	6,7	1,3	13,6
II TR	3,7	3,9	2,7	-1,9	0,4	2,7	9,9	5,1	-1,4	5,2	3,9	-0,1	6,9
III TR	2,5	2,8	1,0	-1,2	2,0	3,3	3,1	7,0	-0,3	4,9	3,6	1,2	2,5
	2,2	2,2	2,0	-1,2	1,3	2,8	3,0	4,5	0,8	4,3	2,9	1,1	3,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,3	4,8	5,5	6,3	2,7	2,0	5,5	4,4	1,5	4,6
2022	1,2	1,1	1,9	-0,9	-0,2	0,1	4,0	-0,2	-0,5	1,9	1,0	-0,8	4,6
2022 I TR	3,4	3,1	5,1	-1,1	0,7	1,2	10,4	0,2	-0,2	3,8	2,2	-0,5	10,4
II TR	0,9	0,9	1,9	-1,7	-0,8	-0,7	4,9	-0,8	-1,6	2,6	0,6	-1,6	5,2
III TR	0,7	0,9	0,1	-0,1	0,6	0,2	1,2	0,7	0,1	1,1	1,2	-0,2	1,9
IV TR	0,7	0,5	1,5	0,0	0,3	0,7	1,3	0,0	0,5	0,9	0,9	-0,1	2,2

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 ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ²⁾	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	162,748	3,5	12,968	8,0	3,0	10,385	7,0	2,582	18,1	6,654	7,7	6,314	8,3	1,8
2021	165,135	3,4	12,768	7,7	3,2	10,287	6,8	2,481	16,9	6,502	7,4	6,266	8,1	2,4
2022	.	.	.	6,7	.	.	5,9	.	14,6	.	6,3	.	7,2	3,1
2022 I TR	167,131	3,2	11,363	6,8	2,9	9,227	6,1	2,136	14,1	5,671	6,4	5,692	7,3	3,1
II TR	167,882	3,1	11,216	6,7	2,7	8,943	5,9	2,273	14,6	5,630	6,3	5,586	7,1	3,2
III TR	167,979	3,0	11,301	6,7	2,5	8,901	5,8	2,400	15,4	5,671	6,3	5,630	7,2	3,1
IV TR	.	.	.	6,7	.	.	5,9	.	14,4	.	6,3	.	7,1	3,1
2022 Ago	-	-	11,230	6,7	-	8,904	5,8	2,326	14,9	5,612	6,3	5,618	7,1	-
Sep	-	-	11,219	6,7	-	8,874	5,8	2,345	15,1	5,612	6,3	5,607	7,1	-
Oct	-	-	11,173	6,6	-	8,912	5,8	2,262	14,5	5,582	6,2	5,591	7,1	-
Nov	-	-	11,240	6,7	-	8,960	5,9	2,280	14,5	5,629	6,3	5,611	7,1	-
Dic	-	-	11,292	6,7	-	9,033	5,9	2,259	14,3	5,625	6,3	5,666	7,2	-
2023 Ene	-	-	11,244	6,6	-	8,956	5,8	2,289	14,4	5,609	6,2	5,636	7,1	-

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 ¹⁾	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	-7,6	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,1	-25,1
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	5,4	5,1	0,9	7,8	9,6	13,4	-3,1
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,5	2,3	0,7	-2,8	2,4	6,4	.	-4,1
2022 I TR	1,6	2,1	1,0	0,3	6,5	-1,4	5,7	5,7	-1,7	11,1	12,5	19,9	-13,0
II TR	2,0	2,6	-0,2	4,6	3,2	-1,4	2,3	1,0	-2,8	2,9	7,7	18,9	-16,3
III TR	3,3	3,9	-1,8	9,8	2,9	-1,4	0,7	-0,7	-1,6	-0,8	3,4	15,7	2,2
IV TR	2,1	3,5	-4,3	7,2	8,7	-9,1	0,7	-2,6	-5,0	-1,7	3,2	.	16,3
2022 Ago	4,8	5,6	-0,8	14,1	3,4	-0,8	1,0	-1,3	-1,3	-2,2	4,7	-	4,4
Sep	6,1	7,2	-2,2	16,4	5,6	-3,4	0,3	0,1	-2,0	0,8	3,6	-	10,3
Oct	4,2	5,5	-3,1	11,5	9,2	-8,4	1,5	-2,5	-3,9	-2,3	2,1	-	14,9
Nov	3,6	5,4	-3,4	10,8	9,7	-11,4	1,6	-2,5	-4,5	-2,0	3,7	-	17,9
Dic	-2,0	-1,1	-7,0	-1,4	7,1	-7,5	-1,3	-2,8	-6,4	-0,9	3,9	-	16,1
2023 Ene	0,9	2,1	-5,3	8,2	2,9	-7,6	.	-2,3	-5,0	-1,0	5,4	-	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2022 Ago	2,4	2,5	-0,6	4,7	2,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,7	0,3	1,9	-	13,1
Sep	0,4	0,9	-0,8	0,4	2,2	-1,9	0,1	0,9	0,5	1,4	-0,6	-	4,0
Oct	-1,8	-1,6	-1,4	0,1	-0,2	-4,4	0,9	-1,4	-1,3	-2,0	-0,1	-	-2,4
Nov	1,4	1,3	0,5	0,5	1,6	-1,3	0,0	0,7	-0,5	1,7	0,8	-	3,5
Dic	-1,3	-1,1	-2,7	-0,2	-0,9	3,4	-2,5	-1,7	-2,1	-2,5	0,5	-	3,9
2023 Ene	0,7	0,8	1,5	-0,2	-2,4	-0,8	.	0,3	1,8	0,8	-1,5	-	-7,1

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 I TR	111,2	11,9	82,5	-13,7	9,4	1,6	12,6	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
II TR	103,8	6,5	82,4	-22,7	5,4	-5,1	12,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
III TR	96,9	1,5	81,9	-26,9	2,8	-6,9	7,2	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
IV TR	95,3	-0,8	81,1	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2022 Sep	94,4	0,1	-	-28,7	1,3	-7,7	5,0	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Oct	93,8	-0,6	81,4	-27,4	3,0	-5,9	3,3	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
Nov	95,1	-1,3	-	-23,7	2,7	-5,7	4,0	-	47,1	46,0	48,5	47,8
Dic	97,1	-0,6	-	-22,0	3,6	-2,6	7,5	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Ene	99,8	1,2	80,9	-20,7	1,4	-0,7	10,4	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Feb	99,7	0,5	-	-19,0	1,8	-0,1	9,5	-	48,5	50,1	52,7	52,0

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,1	2,0	2,5	3,9	7,0	5,2	47,7	24,2	75,2	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,6	5,0	4,2	46,1	24,6	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,5	3,5	16,9	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	7,9	3,0
2021 IV TR	17,7	95,8	0,8	3,5	15,8	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	14,2	3,0
2022 I TR	16,0	95,6	0,0	3,0	16,7	6,3	9,1	48,7	25,8	78,8	4,7	15,0	3,0
II TR	14,7	95,4	-0,4	2,7	16,2	3,5	8,7	48,6	24,4	77,5	4,7	-4,2	3,2
III TR	14,1	94,7	-0,4	2,6	10,6	2,1	7,6	48,6	23,7	77,6	4,7	30,8	3,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 I TR	1.224,1	1.212,8	11,2	684,3	676,6	294,4	256,0	209,2	208,6	36,1	71,7	28,0	20,2
II TR	1.274,1	1.313,3	-39,2	719,1	745,3	304,7	267,9	210,3	215,4	39,9	84,7	115,8	11,8
III TR	1.330,3	1.436,2	-105,9	753,3	808,8	312,1	318,3	224,5	223,4	40,4	85,8	19,9	16,7
IV TR	1.337,2	1.309,2	28,0	761,0	747,6	306,3	261,6	232,7	222,4	37,2	77,6	43,3	30,4
2022 Jul	433,8	466,0	-32,2	243,4	263,6	103,3	100,0	73,9	73,5	13,3	29,0	7,2	5,4
Ago	445,6	484,2	-38,6	253,3	277,1	103,9	104,1	74,7	73,4	13,7	29,5	5,2	5,2
Sep	450,9	486,0	-35,1	256,6	268,1	105,0	114,2	75,9	76,5	13,5	27,3	7,4	6,1
Oct	445,9	446,6	-0,7	256,0	258,7	103,2	90,2	74,7	73,1	12,0	24,7	5,0	3,3
Nov	449,3	436,5	12,8	258,8	251,0	103,1	85,6	75,2	73,1	12,2	26,9	7,0	3,6
Dic	442,0	426,1	15,9	246,2	238,0	99,9	85,9	82,8	76,2	13,1	26,0	31,3	23,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2022 Dic	5.165,7	5.271,6	-105,9	2.917,7	2.978,2	1.217,5	1.103,8	876,8	869,7	153,7	319,8	207,0	79,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2022 Dic	38,8	39,6	-0,8	21,9	22,3	9,1	8,3	6,6	6,5	1,2	2,4	1,6	0,6

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	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 I TR	17,2	40,8	677,2	343,9	124,5	196,8	555,4	720,9	455,6	104,9	151,8	482,5	85,7
II TR	20,3	45,6	715,5	361,6	126,6	216,6	575,6	810,3	526,1	111,6	163,6	517,0	107,9
III TR	20,1	47,2	733,1	369,0	133,6	218,6	591,0	855,5	559,7	116,7	168,8	531,7	102,4
IV TR	14,8	19,8	739,5	.	.	.	602,9	800,1	.	.	.	516,4	.
2022 Jul	13,0	43,5	237,1	119,6	43,0	70,8	189,4	276,8	182,7	36,8	54,2	172,0	37,0
Ago	24,0	53,5	246,0	124,0	44,9	73,1	198,4	292,0	190,7	40,0	57,3	181,7	33,6
Sep	23,6	45,0	250,0	125,5	45,8	74,6	203,2	286,7	186,3	39,9	57,3	178,0	31,9
Oct	18,1	31,1	248,6	124,7	45,9	74,0	202,1	276,6	175,0	39,2	58,3	178,0	33,7
Nov	17,2	20,4	251,2	124,2	47,7	74,5	204,9	265,6	168,8	38,3	56,4	173,9	32,4
Dic	9,1	8,7	239,7	.	.	.	195,9	257,9	.	.	.	164,5	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2022 I TR	2,5	10,1	107,0	108,0	104,5	111,0	107,1	116,9	117,7	119,8	115,7	119,6	130,6
II TR	2,8	10,9	107,8	107,2	102,5	117,9	106,9	121,3	123,3	125,0	119,7	123,1	143,9
III TR	2,8	13,9	106,2	105,2	105,9	113,1	105,6	122,6	125,0	124,5	119,5	122,4	138,6
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Jun	1,3	9,2	106,0	105,5	102,9	115,2	105,1	120,2	122,2	124,2	117,1	121,9	150,3
Jul	-3,7	8,5	103,4	103,4	103,1	109,8	101,6	119,8	121,9	118,6	116,7	120,5	141,3
Ago	6,1	18,9	106,7	105,1	106,3	113,7	106,3	124,9	127,9	129,4	121,1	124,1	137,0
Sep	6,3	14,4	108,6	107,2	108,2	115,6	108,8	123,2	125,3	125,4	120,7	122,6	137,5
Oct	2,7	7,8	107,0	106,5	106,8	112,4	106,1	120,0	119,1	123,9	122,1	122,4	145,0
Nov	2,5	2,2	108,0	105,5	112,4	112,8	108,0	117,3	116,3	120,4	121,0	120,4	136,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						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 I TR	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,7	3,3	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9
II TR	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	3,6	1,3	7,1	1,1	8,2	7,1
III TR	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	3,2	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	3,1	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5
2022 Sep	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,2	1,4	0,3	2,9	0,8	9,9	10,4
Oct	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,9	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1
Nov	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	0,0	0,4	-1,9	0,4	10,2	9,1
Dic	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,4	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	0,4	0,8	0,6	0,3	8,7	8,2
Feb ³⁾	121,2	8,5	5,6	.	4,8	0,7	1,1	3,1	0,8	-1,1	0,6	.	.

	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 I TR	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
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
2022 Sep	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5
Oct	13,1	12,4	15,5	16,3	6,1	41,5	2,9	2,0	5,9	-0,7	7,3	2,7
Nov	13,6	13,6	13,8	14,5	6,1	34,9	3,0	2,2	5,6	-0,7	6,9	2,8
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 ³⁾	15,0	15,5	13,6	.	6,8	13,7	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾										Cons- trucción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	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	2,0	1,8	32,3	5,6	8,1	0,8
2022	153,9	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	.	7,7	85,2	11,5	.	.
2022 I TR	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	10,1	9,8	3,3
II TR	149,3	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	12,4	9,2	-0,1
III TR	163,2	41,2	17,7	14,7	20,2	7,8	14,0	.	8,6	107,9	11,9	6,8	.
IV TR	162,0	27,3	14,6	13,1	15,5	7,6	15,3	.	9,3	56,0	11,8	.	.
2022 Ago	165,0	43,5	17,5	14,6	20,0	7,8	14,1	.	8,6	117,3	-	-	-
Sep	167,6	41,9	16,9	14,5	19,0	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
Oct	162,5	30,5	16,2	14,0	17,5	7,6	15,4	.	9,3	64,8	-	-	-
Nov	160,9	27,0	14,4	13,2	15,3	7,6	15,4	.	9,3	55,5	-	-	-
Dic	162,7	24,6	13,1	12,3	13,7	7,5	15,1	.	9,4	48,6	-	-	-
2023 Ene	158,1	15,0	11,6	11,1	11,3	7,3	14,8	.	8,8	20,3	-	-	-

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 para más información).

3.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2015 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	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	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2022	114,6	4,7	6,8	6,9	4,2	7,6	12,5	17,5	95,0	18,3	29,5	9,0	19,6	29,1	9,9
2022 I TR	112,4	3,7	5,8	4,9	2,8	7,3	11,8	17,1	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
II TR	113,7	4,5	6,9	6,4	3,7	8,4	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
III TR	114,9	4,6	7,4	7,5	4,6	7,4	13,5	19,6	98,3	14,8	30,8	1,5	15,5	28,6	2,3
IV TR	117,4	5,8	7,1	8,8	5,7	7,4	9,7	12,6	86,6	5,6	14,6	-2,3	5,6	13,7	-3,1
2022 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,5	31,4	3,7	15,9	28,1	3,2
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,8	25,6	-1,7	12,8	27,4	-1,9
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,3	12,5	0,5	5,9	11,1	0,0
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,3	1,0	-8,9	-5,3	-0,3	-10,4
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,6	-0,9	-13,4	-7,9	-1,6	-14,7

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	-0,4	1,9	-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 I TR	51,5	49,6	23,8	39,0	60,0	84,2	74,2	72,9	59,8
II TR	55,9	56,3	28,4	48,7	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
III TR	45,8	53,8	27,3	40,7	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
IV TR	40,5	52,0	29,3	41,8	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2022 Sep	48,4	54,0	28,3	42,1	76,4	76,5	77,4	67,4	63,2
Oct	44,3	55,7	29,9	44,8	77,3	72,0	76,9	66,1	62,7
Nov	39,7	51,0	29,7	43,1	78,4	64,5	74,3	63,6	62,3
Dic	37,3	49,2	28,4	37,5	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Ene	31,3	46,9	29,5	34,4	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Feb	23,8	45,0	27,2	26,2	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8

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 ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% 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	1,3	0,9	1,2	1,4	1,5
2022	.	.	.	.	.	.	2,8
2022 I TR	108,5	3,7	2,7	7,3	4,3	2,6	2,9
II TR	119,2	3,8	3,2	6,0	3,9	3,5	2,5
III TR	112,4	2,8	2,1	5,3	2,5	3,6	2,9
IV TR	.	.	.	.	.	.	2,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. 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
Costes laborales unitarios												
2020	110,3	4,6	-1,1	2,7	5,7	7,4	0,3	-0,2	1,4	4,0	6,2	16,0
2021	110,3	0,0	3,1	-3,1	2,8	-1,5	2,0	1,2	4,2	1,2	0,5	0,6
2022	113,9	3,3	4,2	2,8	5,2	1,5	3,0	4,0	5,3	4,3	3,7	-3,5
2022 I TR	112,5	2,0	3,3	3,7	3,1	-1,1	2,3	3,5	4,6	2,6	2,5	-5,5
II TR	112,7	2,9	5,5	3,2	5,0	1,1	1,8	4,6	4,9	4,1	3,2	-6,9
III TR	114,1	3,2	3,4	1,5	5,5	1,5	4,1	3,9	7,1	4,2	3,9	-1,0
IV TR	116,4	4,7	4,6	2,3	7,0	4,4	3,8	3,9	4,8	6,1	5,3	-1,1
Remuneración por asalariado												
2020	107,2	-0,3	1,4	-2,0	-0,9	-3,9	0,4	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,5
2021	111,4	3,9	3,2	4,3	4,5	5,8	4,4	3,1	5,0	4,1	1,9	3,4
2022	116,4	4,5	3,8	3,6	3,8	6,3	3,2	4,0	4,3	5,4	3,7	6,2
2022 I TR	114,5	4,4	3,4	4,4	4,3	7,7	2,9	3,9	5,3	4,6	2,7	8,1
II TR	115,3	4,6	3,8	4,2	3,5	7,8	2,6	4,7	4,7	5,7	2,8	6,9
III TR	116,8	3,9	3,5	2,6	3,1	4,6	3,2	4,0	4,6	5,0	3,6	5,4
IV TR	118,8	5,1	4,4	3,5	4,4	5,6	4,0	3,3	2,8	6,4	5,8	4,6
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2020	97,2	-4,6	2,5	-4,5	-6,2	-10,6	0,1	0,5	-0,8	-3,5	-3,7	-15,0
2021	100,9	3,9	0,1	7,6	1,7	7,3	2,4	1,9	0,8	2,9	1,4	2,8
2022	102,1	1,2	-0,4	0,8	-1,4	4,7	0,1	0,0	-1,0	1,1	0,0	10,1
2022 I TR	101,8	2,4	0,1	0,7	1,1	8,9	0,6	0,4	0,7	1,9	0,2	14,3
II TR	102,3	1,6	-1,5	1,0	-1,4	6,7	0,9	0,1	-0,2	1,6	-0,4	14,8
III TR	102,4	0,7	0,1	1,1	-2,3	3,0	-0,9	0,1	-2,3	0,8	-0,2	6,5
IV TR	102,1	0,3	-0,3	1,2	-2,4	1,2	0,1	-0,6	-1,9	0,3	0,5	5,8
Remuneración por hora trabajada												
2020	114,1	5,9	3,7	3,4	5,4	7,2	3,2	2,1	5,5	6,3	5,2	6,4
2021	114,4	0,3	1,2	-0,2	-0,3	0,1	1,8	1,4	0,7	0,3	0,7	-0,4
2022	118,2	3,4	4,5	3,8	4,0	1,9	3,6	4,5	3,3	4,2	4,6	2,6
2022 I TR	116,5	1,3	3,7	3,9	3,3	-2,4	2,8	4,2	2,8	2,1	3,3	-0,4
II TR	116,9	3,7	5,5	4,9	5,4	2,1	3,8	6,2	3,6	5,0	4,6	2,8
III TR	118,8	3,0	3,5	2,0	2,9	2,6	2,7	3,6	4,0	3,3	3,9	4,1
IV TR	121,0	4,5	5,1	3,1	3,3	4,3	4,3	3,1	2,1	5,7	6,1	3,1
Productividad del trabajo por hora												
2020	104,8	2,1	3,3	1,2	0,8	0,9	3,7	2,9	5,4	2,9	-0,6	-6,4
2021	104,6	-0,1	-0,2	2,6	-3,6	1,0	-0,3	-0,1	-4,5	-1,4	-0,1	-1,7
2022	104,6	0,0	0,5	1,0	-1,5	0,7	0,3	0,5	-2,8	0,2	0,8	5,3
2022 I TR	104,3	-1,0	1,2	0,0	-0,1	-1,4	0,3	0,6	-3,1	-0,3	0,6	3,6
II TR	104,6	0,7	0,2	1,8	-0,8	1,7	1,7	1,8	-2,7	1,1	1,2	9,1
III TR	105,1	0,0	0,2	0,4	-2,5	1,8	-1,6	0,0	-3,3	-0,4	0,0	4,5
IV TR	104,6	-0,3	-0,3	0,9	-3,2	-0,1	0,2	-1,1	-2,8	-0,6	0,6	3,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) ²⁾	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022	-0,01	0,10	0,36	0,69	1,11	2,40	-0,02
2022 Ago	-0,08	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01
Sep	0,36	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02
Oct	0,66	0,92	1,43	2,00	2,63	4,14	-0,03
Nov	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	4,65	-0,04
Dic	1,57	1,73	2,07	2,57	3,03	4,74	-0,04
2023 Ene	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-
Feb	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,89	-

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*.

2) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

Los datos sobre períodos anteriores se refieren al *pre-€STR*, que se publicó únicamente a efectos informativos y no para que se utilizase como índice o tipo de interés de referencia en las operaciones de mercado.

4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 Ago	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84
Sep	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32
Oct	1,08	1,93	1,92	1,98	2,24	0,31	-0,63	0,51	2,16	1,77	2,32	2,54
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

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 Ago	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7
Sep	382,4	3.466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3.850,5	27.419,0
Oct	378,5	3.464,6	875,2	233,5	158,0	108,5	149,5	666,2	656,6	315,8	258,3	738,9	3.726,1	26.983,2
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

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)^{1), 2)}

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Feb	0,01	0,45	0,18	0,56	4,81	15,78	5,29	5,27	5,87	2,09	1,36	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
Mar	0,01	0,46	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
Abr	0,01	0,46	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,39	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
May	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,87	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	6,15	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	5,74	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	6,67	5,91	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	2,89	2,67
Nov	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,42	6,55	7,12	3,96	2,93	3,05	3,30	2,55	3,10	2,89
Dic	0,07	0,80	1,41	1,91	5,95	15,90	6,65	6,42	7,00	3,99	3,07	3,17	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Ene ^(p)	0,10	0,86	1,58	2,08	7,02	15,98	7,42	6,97	7,60	4,28	3,45	3,34	3,39	2,77	3,39	3,10

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			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 Feb	-0,05	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,07	1,46	1,42
Mar	-0,06	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
Abr	-0,05	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,45	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
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	1,83	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	2,31	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	2,76	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,38	3,07	2,88	3,31	3,30	3,11
Dic	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,58	3,29	3,41
2023 Ene ^(p)	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,91	3,45	3,41	3,74	3,39	3,63

Fuente: BCE.

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

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

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central	Sociedades financieras distintas de IFM			FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2020	1.493,2	429,8	129,1	54,4	96,4	838,0	724,3	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.417,5	427,9	135,3	51,9	87,7	766,5	676,7	387,4	138,4	79,5	26,4	31,8	137,7	105,0
2022	1.357,9	463,4	137,9	50,0	88,3	668,2	623,3	481,4	182,2	117,3	48,0	47,8	134,0	97,3
2022 Sep	1.371,9	447,8	148,2	52,9	102,3	673,5	607,0	558,4	218,7	134,0	56,8	65,5	140,2	104,3
Oct	1.364,3	459,8	149,3	55,8	100,6	654,6	594,5	558,6	248,0	134,9	58,5	57,8	117,9	91,3
Nov	1.403,2	482,8	144,2	52,5	96,5	679,6	630,4	610,7	266,3	142,8	63,3	49,0	152,6	132,1
Dic	1.357,9	463,4	137,9	50,0	88,3	668,2	623,3	427,0	162,8	136,5	63,2	43,7	84,0	71,3
2023 Ene	1.371,4	513,3	131,6	47,9	85,7	640,7	594,0	513,7	223,4	107,8	39,5	50,6	131,9	112,2
Feb	1.342,5	521,2	130,7	43,5	80,3	610,3	568,3	476,7	219,8	94,2	30,0	42,1	120,4	95,6
Largo plazo														
2020	19.430,2	4.076,4	3.225,0	1.270,8	1.547,2	10.581,5	9.794,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.092,2	4.184,0	3.541,9	1.363,0	1.597,0	10.769,3	9.948,2	318,7	66,5	84,3	34,0	24,1	143,8	130,3
2022	18.124,3	3.971,6	3.498,5	1.359,7	1.384,4	9.269,8	8.557,8	302,9	78,6	77,1	29,0	16,4	130,7	121,3
2022 Sep	18.204,1	4.005,4	3.446,8	1.342,8	1.368,4	9.383,4	8.652,7	325,5	94,7	74,6	27,6	19,4	136,8	126,7
Oct	18.308,6	4.034,0	3.470,0	1.337,3	1.368,2	9.436,5	8.710,4	335,4	79,0	72,4	24,0	12,6	171,5	163,4
Nov	18.679,4	4.089,9	3.535,5	1.355,4	1.413,1	9.640,8	8.902,7	336,0	78,8	100,4	39,8	23,4	133,4	119,8
Dic	18.124,3	3.971,6	3.498,5	1.359,7	1.384,4	9.269,8	8.557,8	202,8	48,6	83,4	41,3	11,2	59,6	57,3
2023 Ene	18.502,2	4.086,9	3.538,5	1.347,7	1.416,1	9.460,8	8.735,2	381,8	153,5	54,1	10,1	26,5	147,7	131,9
Feb	18.412,0	4.079,4	3.545,9	1.346,5	1.403,4	9.383,4	8.659,9	366,3	98,5	71,3	33,9	17,7	178,8	161,7

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				
Saldo vivo											
2020	20.923,4	4.506,2	3.354,1	1.325,2	1.643,6	11.419,5	10.518,8	8.528,0	478,2	1.304,2	6.744,6
2021	21.509,7	4.611,8	3.677,3	1.414,9	1.684,7	11.535,8	10.624,9	10.415,0	615,5	1.552,6	8.245,9
2022	19.482,1	4.435,0	3.636,3	1.409,7	1.472,8	9.938,0	9.181,1	8.776,7	540,6	1.353,0	6.882,6
2022 Sep	19.576,0	4.453,3	3.595,0	1.395,7	1.470,7	10.056,9	9.259,6	7.972,4	466,7	1.207,9	6.297,1
Oct	19.672,9	4.493,8	3.619,3	1.393,1	1.468,7	10.091,1	9.304,9	8.528,7	512,9	1.267,2	6.747,9
Nov	20.082,5	4.572,8	3.679,8	1.407,9	1.509,6	10.320,4	9.533,0	9.112,2	546,1	1.375,9	7.189,6
Dic	19.482,1	4.435,0	3.636,3	1.409,7	1.472,8	9.938,0	9.181,1	8.776,7	540,6	1.353,0	6.882,6
2023 Ene	19.873,7	4.600,2	3.670,1	1.395,6	1.501,8	10.101,5	9.329,2	9.498,2	608,8	1.460,5	7.428,4
Feb	19.754,5	4.600,6	3.676,6	1.389,9	1.483,6	9.993,6	9.228,1	9.659,5	640,1	1.484,5	7.534,3
Tasa de crecimiento											
2022 Jul	3,8	3,2	8,5	6,9	2,8	2,7	3,2	0,9	-0,4	3,2	0,6
Ago	3,9	3,3	8,6	5,8	3,2	2,7	3,1	0,8	-0,7	2,7	0,5
Sep	3,6	3,9	7,2	3,2	2,4	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,4	0,1
Oct	3,6	4,7	5,1	0,8	1,5	2,9	3,3	0,4	-1,1	2,4	0,2
Nov	4,1	5,5	6,5	1,8	0,5	3,2	3,8	0,2	-1,3	1,8	0,0
Dic	3,9	4,9	5,8	0,3	1,0	3,2	3,8	0,2	-1,6	1,4	0,2
2023 Ene	4,2	7,3	5,0	-0,1	0,8	3,1	3,7	0,2	-2,0	1,0	0,2
Feb	4,3	7,8	4,8	0,4	0,8	3,2	3,8	0,3	-2,2	1,2	0,3

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 efectivos¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41		
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99,7	93,6	93,4	89,4	75,9	87,8	119,5	93,9	
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,2	120,9	94,3	
2022	95,5	90,7	93,1	.	.	.	116,8	90,8	
2022 I TR	96,5	91,4	92,6	84,7	69,2	82,8	118,8	92,5	
II TR	95,6	90,3	93,1	83,2	67,1	81,3	116,5	90,2	
III TR	94,0	89,2	92,2	81,8	64,8	80,0	114,5	88,9	
IV TR	95,9	91,7	94,6	.	.	.	117,3	91,6	
2022 Sep	94,2	89,8	92,8	-	-	-	114,6	89,3	
Oct	94,8	91,1	93,8	-	-	-	115,5	90,6	
Nov	96,0	91,9	94,7	-	-	-	117,2	91,7	
Dic	97,0	92,3	95,2	-	-	-	119,2	92,6	
2023 Ene	97,3	92,5	94,5	-	-	-	119,9	93,0	
Feb	97,3	92,5	94,1	-	-	-	120,1	93,0	
			<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>						
2023 Feb	0,0	0,0	-0,5	-	-	-	0,1	0,0	
			<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>						
2023 Feb	0,4	1,0	1,6	-	-	-	0,8	0,4	

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 I TR	7,121	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
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
2022 Sep	6,951	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
Oct	7,069	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
Nov	7,317	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
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
			<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2023 Feb	0,1	-1,0	0,1	-2,8	1,3	0,9	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5
			<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2023 Feb	1,8	-3,0	0,1	7,8	9,0	4,2	5,7	-0,8	6,1	-5,3	-5,5

Fuente: BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2021 IV TR	32.244,0	32.189,2	54,7	11.944,4	9.753,9	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.476,6	7.751,0	1.057,0	15.909,5
2022 I TR	32.253,5	32.035,3	218,1	12.017,8	9.926,0	12.337,4	14.002,7	-57,3	6.852,8	8.106,7	1.102,8	16.357,4
II TR	32.032,2	31.599,1	433,1	12.383,0	10.169,1	11.511,6	13.107,0	-19,6	7.035,1	8.323,0	1.122,1	16.454,9
III TR	32.162,4	31.683,1	479,4	12.698,9	10.477,4	11.188,0	12.790,6	-8,0	7.147,8	8.415,1	1.135,8	16.582,8
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2022 III TR	245,6	242,0	3,7	97,0	80,0	85,4	97,7	-0,1	54,6	64,3	8,7	126,6
Transacciones												
2022 I TR	371,0	377,5	-6,5	56,6	42,4	-18,0	30,4	-1,6	334,8	304,8	-0,9	-
II TR	-32,5	-57,2	24,7	64,4	-47,9	-127,4	-86,2	28,9	-0,7	76,8	2,3	-
III TR	2,6	52,8	-50,2	68,7	86,7	-184,4	-6,0	44,1	66,8	-27,9	7,4	-
IV TR	-409,1	-463,0	53,9	-221,8	-254,8	85,9	59,9	-2,0	-280,1	-268,0	8,9	-
2022 Jul	87,8	80,0	7,8	22,3	35,2	-33,9	-70,4	11,6	86,1	115,2	1,6	-
Ago	125,2	133,2	-8,0	44,9	74,9	-32,3	28,6	14,9	95,6	29,7	2,2	-
Sep	-210,3	-160,4	-50,0	1,5	-23,4	-118,2	35,8	17,6	-114,9	-172,8	3,6	-
Oct	125,2	111,7	13,6	4,8	-2,6	-10,4	37,1	7,2	119,9	77,3	3,8	-
Nov	9,8	31,8	-22,0	20,3	16,0	44,7	61,5	3,5	-59,3	-45,7	0,5	-
Dic	-544,1	-606,4	62,4	-246,9	-268,2	51,6	-38,7	-12,7	-340,7	-299,6	4,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2022 Dic	-67,9	-89,9	22,0	-32,0	-173,6	-243,9	-1,9	69,5	120,9	85,7	17,7	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2022 Dic	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	-1,3	-1,8	0,0	0,5	0,9	0,6	0,1	-

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

(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				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	733,2	14.449,3
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,5	21,7	787,2	15.463,4
2022	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2022 I TR	1.520,4	9.918,2	11.438,6	936,6	2.520,4	3.457,0	14.895,6	123,2	591,2	44,7	759,1	15.654,7
II TR	1.528,0	10.048,6	11.576,6	972,9	2.530,6	3.503,5	15.080,1	115,9	609,1	64,6	789,7	15.869,8
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	48,9	767,4	16.211,5
IV TR	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2022 Ago	1.536,4	10.184,2	11.720,6	1.031,8	2.547,7	3.579,5	15.300,1	123,7	595,5	38,4	757,7	16.057,8
Sep	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	48,9	767,4	16.211,5
Oct	1.541,3	10.022,4	11.563,7	1.253,7	2.556,2	3.810,0	15.373,7	125,0	622,6	19,6	767,3	16.141,0
Nov	1.541,3	9.907,9	11.449,2	1.327,9	2.551,5	3.879,4	15.328,5	138,8	638,8	38,5	816,1	16.144,6
Dic	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2023 Ene ^(p)	1.540,6	9.741,7	11.282,3	1.457,3	2.560,4	4.017,6	15.299,9	133,8	637,1	51,5	822,5	16.122,4
Operaciones												
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,3	131,9	1.567,6
2021	107,4	898,7	1.006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	21,2	14,5	47,8	998,8
2022	68,8	-4,5	64,3	427,2	56,7	484,0	548,3	3,7	2,8	77,8	84,3	632,6
2022 I TR	50,7	127,1	177,8	23,8	10,5	34,3	212,1	4,9	-56,2	23,0	-28,3	183,8
II TR	7,6	111,3	118,8	30,6	10,5	41,1	159,9	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,3
III TR	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,8	30,4	340,8
IV TR	0,3	-360,8	-360,5	212,4	13,9	226,3	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2022 Ago	4,7	85,4	90,1	27,9	8,9	36,8	126,9	-1,8	1,9	10,9	11,0	137,9
Sep	1,8	-13,3	-11,4	106,8	4,9	111,7	100,3	-3,8	2,5	13,4	12,1	112,4
Oct	3,1	-150,7	-147,6	80,3	3,2	83,6	-64,0	5,0	24,6	-28,1	1,6	-62,4
Nov	-0,1	-99,8	-99,9	79,0	-4,6	74,4	-25,4	14,6	16,2	16,7	47,6	22,1
Dic	-2,8	-110,3	-113,1	53,1	15,3	68,3	-44,7	-14,8	11,1	10,5	6,8	-38,0
2023 Ene ^(p)	0,8	-89,9	-89,2	74,1	-6,2	67,9	-21,3	9,9	-12,8	4,0	1,1	-20,2
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	3,4	367,7	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2022 I TR	9,4	8,7	8,8	-5,7	2,0	-0,2	6,6	9,4	-3,9	70,9	0,6	6,3
II TR	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,1	95,3	2,6	5,8
III TR	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	361,9	7,7	6,3
IV TR	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2022 Ago	7,1	6,7	6,8	10,9	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,6	3,4	6,1
Sep	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	361,9	7,7	6,3
Oct	6,0	3,4	3,8	30,2	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,3	67,1	3,5	5,1
Nov	5,4	1,9	2,4	38,6	1,9	12,0	4,6	8,2	-0,9	241,1	8,4	4,8
Dic	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2023 Ene ^(p)	3,8	-1,3	-0,7	49,5	1,9	15,1	3,0	2,6	5,6	243,2	13,3	3,5

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2020	2.968,8	2.517,0	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.087,6	235,3	497,3
2021	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.225,3	227,8	546,3
2022	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2022 I TR	3.268,9	2.839,7	289,1	129,8	10,3	8.188,1	5.478,3	358,0	2.350,8	1,0	1.256,1	231,7	553,5
II TR	3.303,5	2.857,6	304,4	130,7	10,8	8.253,3	5.538,1	354,0	2.360,5	0,7	1.309,6	231,3	570,3
III TR	3.382,6	2.852,2	388,3	133,4	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.476,0	243,9	551,9
IV TR	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2022 Ago	3.387,4	2.899,2	347,4	132,6	8,2	8.331,2	5.596,6	357,0	2.376,7	0,8	1.364,7	237,5	566,5
Sep	3.382,6	2.852,2	388,3	133,4	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.476,0	243,9	551,9
Oct	3.408,7	2.821,4	446,3	131,7	9,3	8.385,4	5.613,9	384,9	2.385,6	1,1	1.351,2	255,0	557,1
Nov	3.396,1	2.768,0	488,3	131,8	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.342,7	250,5	557,7
Dic	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2023 Ene ^(p)	3.375,3	2.697,3	536,3	134,2	7,4	8.438,8	5.564,2	484,9	2.389,0	0,8	1.281,6	237,0	560,4
Operaciones													
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	137,8	20,6	33,1
2021	252,0	277,0	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,2	-9,5	46,6
2022	121,8	-88,3	205,6	5,9	-1,4	296,2	167,1	74,1	54,9	0,1	42,9	7,6	14,7
2022 I TR	28,4	24,5	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	30,2	4,1	8,2
II TR	22,3	8,7	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	42,7	-0,6	16,5
III TR	68,8	-11,9	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	127,9	11,4	-18,5
IV TR	2,3	-109,6	112,9	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-158,0	-7,4	8,4
2022 Ago	54,1	29,0	24,8	2,1	-1,7	35,3	24,9	2,8	7,5	0,1	36,0	-3,5	-1,4
Sep	-8,8	-49,8	39,7	0,8	0,5	39,6	22,7	12,6	4,1	0,1	72,5	6,1	-14,7
Oct	29,5	-28,7	59,2	-1,6	0,6	14,4	-5,2	15,2	4,4	0,1	-122,7	11,3	5,3
Nov	-4,8	-48,2	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	1,1	-3,9	0,7
Dic	-22,4	-32,8	9,3	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-36,4	-14,9	2,4
2023 Ene ^(p)	-5,2	-46,3	40,2	-0,7	1,6	12,8	-19,6	36,8	-4,3	-0,1	-19,9	1,0	-0,8
Tasas de crecimiento													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,8	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	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2022 I TR	6,9	8,7	-5,0	-4,2	39,8	4,6	7,1	-14,3	2,6	26,1	13,5	5,7	12,8
II TR	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,2	2,7	16,0
III TR	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
IV TR	3,7	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2022 Ago	7,2	6,3	19,4	1,3	-18,5	4,2	5,8	-8,9	2,7	6,7	14,7	3,9	12,5
Sep	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
Oct	6,0	1,5	50,9	1,8	2,6	4,1	5,0	1,2	2,5	7,6	6,8	8,4	7,5
Nov	5,4	-0,9	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,5	8,7	6,9
Dic	3,7	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2023 Ene ^(p)	3,3	-4,8	81,9	3,8	-28,1	3,3	2,0	31,6	1,9	-3,1	0,1	-0,1	3,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados ²⁾											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
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	14.802,6	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2022	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2022 I TR	6.551,0	1.001,6	5.546,6	15.018,2	12.561,3	12.699,1	4.915,8	6.472,1	1.020,0	153,3	1.587,9	869,0
II TR	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.181,8	12.789,6	12.927,7	5.020,2	6.552,7	1.053,1	163,6	1.561,3	830,9
III TR	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
IV TR	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2022 Ago	6.426,8	998,3	5.404,3	15.321,6	12.942,6	13.074,4	5.133,4	6.595,1	1.061,1	153,0	1.548,9	830,1
Sep	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
Oct	6.378,8	996,3	5.358,1	15.410,9	13.039,8	13.173,4	5.187,8	6.621,5	1.071,0	159,5	1.537,2	833,8
Nov	6.423,3	994,6	5.403,7	15.440,6	13.042,1	13.192,3	5.164,7	6.631,3	1.096,4	149,7	1.561,1	837,4
Dic	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2023 Ene ^(p)	6.378,8	993,5	5.360,4	15.422,9	13.031,2	13.203,2	5.143,7	6.655,8	1.085,0	146,8	1.555,0	836,6
Operaciones												
2020	1.039,9	13,5	1.026,3	733,4	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	561,9	473,9	507,3	176,0	261,8	46,2	-10,2	78,8	9,2
2022	177,8	9,9	166,9	633,6	622,1	670,7	270,0	241,4	123,7	-13,0	17,9	-6,4
2022 I TR	100,6	4,5	96,1	196,8	192,0	186,1	46,0	71,6	80,3	-5,9	18,6	-13,7
II TR	68,6	-0,9	69,5	211,3	230,1	238,7	100,6	84,4	34,8	10,3	-13,9	-4,8
III TR	-36,6	2,1	-38,9	222,2	232,1	236,3	139,2	58,2	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
IV TR	45,1	4,2	40,2	3,2	-32,0	9,7	-15,8	27,3	-29,4	-14,2	22,6	12,6
2022 Ago	-27,0	0,8	-27,7	85,7	92,9	93,1	63,9	19,4	16,7	-7,0	-8,4	1,1
Sep	5,7	3,9	1,6	83,6	79,3	83,8	30,1	17,7	23,4	8,1	4,2	0,1
Oct	11,8	-5,9	17,8	-4,8	-3,2	-1,9	25,6	10,2	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
Nov	7,7	-2,0	9,0	38,5	17,1	33,0	-16,2	13,1	29,8	-9,5	19,5	1,9
Dic	25,6	12,1	13,4	-30,6	-45,9	-21,4	-25,1	4,0	-21,6	-3,1	12,8	2,6
2023 Ene ^(p)	-58,3	-20,4	-37,7	-2,9	16,3	10,9	2,2	1,9	11,8	0,4	-18,4	-0,8
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	3,8	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	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2022 I TR	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,7	-1,2	6,6	-1,6
II TR	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,2	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
III TR	5,0	0,5	5,8	5,7	6,7	7,0	7,9	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
IV TR	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2022 Ago	5,6	-0,4	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	14,0	-0,7	3,7	-3,0
Sep	5,0	0,5	5,8	5,7	6,7	7,0	7,9	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
Oct	4,6	0,9	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,1	11,4	3,1	0,9	-1,7
Nov	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,2	7,3	4,0	12,3	-6,4	2,8	-0,9
Dic	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2023 Ene ^(p)	1,4	-0,8	1,8	3,8	4,5	4,9	5,4	3,4	10,3	-12,7	0,8	-0,6

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 euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades	
	Préstamos ajustados ⁴⁾	1				Préstamos ajustados ⁴⁾	2				3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos											
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	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0	
2022	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7	
2022 I TR	4.915,8	4.890,2	909,6	1.003,1	3.003,2	6.472,1	6.672,1	701,5	5.063,2	707,4	
II TR	5.020,2	4.995,6	949,8	1.028,1	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1	
III TR	5.165,7	5.136,5	1.008,1	1.068,1	3.089,5	6.612,6	6.801,3	714,0	5.194,4	704,2	
IV TR	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7	
2022 Ago	5.133,4	5.099,0	988,5	1.063,0	3.081,9	6.595,1	6.784,1	711,5	5.178,7	704,9	
Sep	5.165,7	5.136,5	1.008,1	1.068,1	3.089,5	6.612,6	6.801,3	714,0	5.194,4	704,2	
Oct	5.187,8	5.154,1	1.006,4	1.077,6	3.103,8	6.621,5	6.812,0	715,5	5.202,0	704,0	
Nov	5.164,7	5.144,7	993,0	1.073,0	3.098,7	6.631,3	6.825,5	716,9	5.210,4	704,0	
Dic	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7	
2023 Ene ^(p)	5.143,7	5.137,3	958,5	1.086,1	3.099,0	6.655,8	6.860,2	720,3	5.226,8	708,7	
Operaciones											
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2	
2021	176,0	208,2	-1,5	2,7	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,8	
2022	270,0	307,0	78,6	79,2	112,2	241,4	249,3	22,6	217,8	1,0	
2022 I TR	46,0	53,2	20,9	-3,2	28,4	71,6	80,3	5,1	65,0	1,4	
II TR	100,6	106,4	40,5	22,4	37,7	84,4	74,1	7,4	75,7	1,2	
III TR	139,2	139,5	55,4	39,9	43,8	58,2	58,9	4,9	55,0	-1,8	
IV TR	-15,8	7,8	-38,2	20,1	2,3	27,3	36,0	5,2	22,0	0,1	
2022 Ago	63,9	58,8	26,7	21,7	15,5	19,4	22,0	0,0	19,1	0,3	
Sep	30,1	36,5	17,6	4,9	7,7	17,7	17,5	2,8	15,2	-0,3	
Oct	25,6	24,2	-0,5	10,6	15,5	10,2	11,9	1,5	8,3	0,3	
Nov	-16,2	-4,1	-12,8	-0,8	-2,6	13,1	18,1	2,2	9,1	1,8	
Dic	-25,1	-12,3	-24,9	10,3	-10,6	4,0	6,0	1,5	4,6	-2,0	
2023 Ene ^(p)	2,2	0,1	-5,4	1,5	6,1	1,9	10,5	0,3	2,8	-1,3	
Tasas de crecimiento											
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5	
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5	
2022	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1	
2022 I TR	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2	
II TR	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0	
III TR	7,9	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	0,0	
IV TR	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1	
2022 Ago	7,8	8,7	18,8	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,2	-0,1	
Sep	7,9	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	0,0	
Oct	8,1	8,9	16,9	11,0	4,6	4,1	4,2	3,3	4,8	0,0	
Nov	7,3	8,3	14,1	10,0	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3	
Dic	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1	
2023 Ene ^(p)	5,4	6,1	8,0	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,0	

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 notional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
Saldos vivos										
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	6.883,7	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,9	1.372,6	391,9	128,5	136,8
2022	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2022 I TR	740,2	6.881,7	1.848,2	34,8	1.988,7	3.010,0	1.361,1	346,4	160,7	164,4
II TR	757,5	6.800,4	1.843,9	30,6	2.008,5	2.917,3	1.313,6	429,3	166,5	157,3
III TR	642,5	6.781,8	1.801,9	30,6	2.096,5	2.852,9	1.318,9	536,5	148,0	146,7
IV TR	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2022 Ago	649,5	6.826,2	1.813,2	31,0	2.080,4	2.901,6	1.362,0	423,0	157,4	145,7
Sep	642,5	6.781,8	1.801,9	30,6	2.096,5	2.852,9	1.318,9	536,5	148,0	146,7
Oct	676,5	6.745,4	1.789,4	30,8	2.101,2	2.824,0	1.283,8	489,3	144,4	156,1
Nov	692,4	6.792,6	1.788,3	30,9	2.109,5	2.863,9	1.316,2	449,5	161,2	170,6
Dic	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2023 Ene ^(a)	564,7	6.848,2	1.784,6	32,5	2.147,2	2.883,9	1.344,3	389,2	155,5	157,0
Operaciones										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	117,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-75,8	49,7	-89,8	-5,2	14,1	130,6	-66,6	-138,3	10,5	17,9
2022 I TR	-19,0	-28,8	-19,5	-1,3	-25,0	17,0	-31,5	-129,9	32,0	34,7
II TR	17,2	20,2	-8,0	-4,2	-16,0	48,3	-60,8	4,4	7,2	-7,1
III TR	-115,0	-4,2	-47,1	0,0	-2,2	45,1	-26,2	62,1	-18,6	-10,6
IV TR	41,0	62,5	-15,2	0,3	57,3	20,1	51,9	-74,9	-10,2	1,0
2022 Ago	-91,7	-8,7	-20,6	0,8	4,6	6,6	30,6	-51,8	-16,0	-14,0
Sep	-7,1	6,7	-13,8	-0,3	-1,6	22,5	-52,4	75,1	-9,5	1,0
Oct	34,0	-10,0	-11,8	0,1	12,5	-10,8	8,7	-54,2	-3,6	9,4
Nov	15,5	36,9	2,0	0,1	33,2	1,6	18,7	9,5	16,9	14,5
Dic	-8,4	35,7	-5,4	0,1	11,6	29,3	24,5	-30,2	-23,4	-22,9
2023 Ene ^(a)	-125,1	43,6	0,4	1,6	44,5	-2,8	-6,9	-33,5	17,7	9,4
Tasas de crecimiento										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 I TR	5,8	-0,7	-4,0	-13,2	-2,0	2,3	-	-	19,6	30,3
II TR	12,2	0,0	-3,0	-21,5	-1,5	3,1	-	-	26,0	21,7
III TR	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
IV TR	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 Ago	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	25,0	18,0
Sep	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Oct	-8,2	-0,4	-5,0	-17,1	-2,3	3,9	-	-	2,4	9,6
Nov	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
Dic	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 Ene ^(a)	-23,0	1,5	-4,3	-8,9	2,7	4,3	-	-	-7,2	-1,8

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
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,0	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	-0,1	0,1	-0,1	-3,7
2021 IV TR	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 I TR	-4,0	.	.	.	.	-2,5
II TR	-2,8	.	.	.	.	-1,3
III TR	-2,6	.	.	.	.	-1,0

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,5	46,0	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	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	4,5
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 IV TR	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2022 I TR	47,2	46,5	13,3	13,2	15,2	0,7	51,2	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
II TR	47,4	46,7	13,6	13,2	15,1	0,7	50,3	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6
III TR	47,5	46,8	13,7	13,2	15,0	0,7	50,1	45,6	9,9	5,8	1,6	23,2	4,6

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
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 IV TR	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 I TR	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	93,0	2,9	13,4	76,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial 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
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,4	9,5
2021	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2021 IV TR	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2022 I TR	-4,4	2,5	0,4	0,9	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,5	-7,3	4,4
II TR	-3,7	1,3	0,9	1,2	0,9	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,4	-5,8	3,7
III TR	-4,3	1,0	0,4	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,2	0,2	-0,1	-5,8	2,8

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

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

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									
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2021 IV TR	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2022 I TR	-4,8	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,4	-5,1	-6,5	0,0
II TR	-4,0	-1,7	-0,6	0,1	-2,4	-4,6	-3,9	-5,3	1,3
III TR	-3,7	-1,9	-0,2	1,2	-2,1	-3,8	-4,0	-4,9	2,6
Deuda pública									
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0
2021 IV TR	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,1
2022 I TR	109,0	67,4	17,2	53,1	189,6	117,4	114,6	152,1	102,0
II TR	108,3	67,2	16,7	51,2	183,5	116,1	113,1	150,4	95,3
III TR	106,3	66,6	15,8	49,0	178,2	115,6	113,4	147,3	91,6

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 IV TR	-7,0	-1,0	0,8	-7,5	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,8
2022 I TR	-5,2	0,0	0,8	-7,5	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,1
II TR	-3,6	1,0	0,9	-6,7	0,1	-1,5	0,2	-3,1	-3,8	-1,6
III TR	-3,2	0,9	0,7	-5,5	0,5	-1,9	1,1	-2,7	-3,7	-1,3
Deuda pública										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 IV TR	43,6	43,7	24,5	55,2	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,3
2022 I TR	41,7	39,8	22,6	56,2	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,2
II TR	41,6	39,6	25,3	53,9	50,8	82,6	123,4	73,5	60,3	71,7
III TR	39,9	37,3	24,6	53,2	49,0	81,3	120,1	72,3	58,6	70,8

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 15 de marzo 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-23-002-ES-N (edición electrónica)