



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 8/2024



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	15
3 Precios y costes	22
4 Evolución de los mercados financieros	30
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	36
6 Evolución de las finanzas públicas	43
<b>Recuadros</b>	<b>47</b>
1 ¿Qué factores explican la resistencia de los precios de las acciones en Estados Unidos: la estructura del mercado, las expectativas de beneficios o las primas de riesgo bursátiles?	47
2 Los efectos del régimen de comercio de derechos de emisión en la inversión europea a corto plazo	54
3 ¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?	59
4 Factores que explican la elevada tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro	63
5 Transmisión de la política monetaria a la inflación de los bienes y de los servicios: una perspectiva granular	69
6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 24 de julio y el 22 de octubre de 2024	74
7 La finalización gradual de las TLTRO III y las condiciones del crédito bancario	81
<b>Artículos</b>	<b>87</b>
1 Perturbaciones energéticas, inversión empresarial y posibles implicaciones para la competitividad futura de la UE	87
2 Causas de la resiliencia del mercado de trabajo de la zona del euro entre 2022 y 2024	91
3 Cuatro años del programa <i>Next Generation EU</i> : valoración preliminar actualizada de su impacto económico	94
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 12 de diciembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024, el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse. La previsión es que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe, en promedio, en el 2,9 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 1,9 % tanto en 2026 como en 2027.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo de forma sostenida. La inflación interna ha descendido, pero sigue siendo elevada, principalmente porque los salarios y los precios en algunos sectores están aún ajustándose a la fuerte subida anterior de la inflación con un retraso considerable.

Las condiciones de financiación están relajándose, dado que las recientes bajadas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno están reduciendo gradualmente el coste del crédito nuevo para las empresas y los hogares. No obstante, siguen siendo estrictas, debido a que la política monetaria es aún restrictiva y a que las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose al saldo vivo del crédito concedido.

En las proyecciones de diciembre de 2024, los expertos esperan ahora una recuperación económica más lenta que en las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de septiembre del mismo año. Aunque el crecimiento repuntó en el tercer trimestre, los indicadores de opinión apuntan a que se ralentizó en el cuarto trimestre. En conjunto, se prevé un crecimiento de la economía del 0,7 % en 2024, del 1,1 % en 2025, del 1,4 % en 2026 y del 1,3 % en 2027. La recuperación estimada se basa principalmente en el incremento de las rentas reales, que debería permitir a los hogares consumir más, y a las empresas aumentar la inversión. Con el tiempo, la desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería respaldar una recuperación de la demanda interna.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La economía creció un 0,4 % en el tercer trimestre de 2024, por encima de lo esperado. El crecimiento estuvo determinado principalmente por un aumento del consumo, debido, en parte, a factores puntuales que impulsaron el turismo durante el verano, y por la acumulación de existencias de las empresas. No obstante, los datos más recientes sugieren que se está ralentizando. Las encuestas indican que las manufacturas siguen contrayéndose y que el crecimiento de los servicios está descendiendo. Las empresas están frenando su gasto en inversión en un entorno de debilidad de la demanda y perspectivas muy inciertas. Las exportaciones también son débiles y algunos sectores europeos afrontan dificultades para seguir siendo competitivos.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. El crecimiento del empleo en el tercer trimestre de 2024 fue del 0,2 %, de nuevo por encima de lo esperado. La tasa de desempleo se mantuvo en octubre en su mínimo histórico del 6,3 %. Al mismo tiempo, la demanda de mano de obra sigue debilitándose. La tasa de vacantes descendió hasta el 2,5 % en el tercer trimestre, 0,8 puntos porcentuales por debajo de su máximo, y las encuestas apuntan también a una menor creación de puestos de trabajo en el cuarto trimestre.

Se prevé que la economía de la zona del euro continúe recuperándose gradualmente en los próximos años, en un contexto de considerable incertidumbre sobre la situación geopolítica y las políticas económicas. En particular, se espera que el aumento de los salarios reales y del empleo, en un entorno de solidez de los mercados de trabajo, respalde una recuperación en la que el consumo sigue siendo uno de los principales factores determinantes. La demanda interna también debería verse impulsada por una relajación de las condiciones de financiación, en línea con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. Aunque sujetas a una elevada incertidumbre, se asume que las políticas fiscales siguen en general una senda de consolidación. No obstante, los fondos del programa *Next Generation EU* deberían respaldar el crecimiento hasta la conclusión del programa en 2027. Sobre la base del supuesto incluido en el escenario de referencia de que las políticas comerciales de los principales socios comerciales de Europa se mantendrán sin variación, se espera que la demanda externa refuerce y respalde las exportaciones de la zona del euro. En consecuencia, se prevé que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sea prácticamente

neutra, a pesar de los actuales retos de competitividad. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de desempleo seguirá disminuyendo hasta situarse en niveles históricamente bajos. Se espera que la productividad repunte durante el horizonte de proyección, dado que algunos de los factores cíclicos que la han reducido recientemente comienzan a desaparecer, aunque persisten algunos retos estructurales. En conjunto, según las proyecciones de diciembre de 2024, la previsión es que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026, y que se modere hasta el 1,3 % en 2027. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja, debido principalmente a las revisiones de los datos de inversión en el primer semestre de 2024, a las expectativas de un crecimiento más débil de las exportaciones en 2025 y a una pequeña revisión a la baja de la expansión prevista de la demanda interna en 2026.

Las políticas fiscales y estructurales deberían aumentar la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía. Es de crucial importancia adoptar sin demora políticas estructurales concretas y ambiciosas, basadas en las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la valoración de la Comisión Europea de los planes fiscales y estructurales a medio plazo de los Gobiernos, como parte del marco de gobernanza económica revisado de la UE. Los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos sus compromisos asumidos en este marco. Ello contribuirá a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual aumentó hasta el 2,3 % en noviembre, desde el 2 % registrado en octubre. Este incremento esperado reflejó principalmente un efecto de base alcista relacionado con la energía. La inflación de los precios de los alimentos descendió hasta el 2,8 % y la de los servicios hasta el 3,9 %, mientras que la de los bienes subió hasta el 0,7 %.

La inflación interna, que sigue de cerca la senda de la inflación de los servicios, volvió a disminuir levemente en octubre y se situó en el 4,2 %, un nivel aún elevado. Esto refleja fuertes presiones salariales y el hecho de que los precios de algunos servicios se están ajustando con cierto retraso a la anterior subida de la inflación. Con todo, en términos generales, la evolución de la inflación subyacente es acorde con el retorno sostenido de la inflación al objetivo.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a medio y a largo plazo han disminuido significativamente desde la reunión del Consejo de Gobierno del 17 de octubre de 2024.

El aumento de la remuneración por asalariado se moderó hasta el 4,4 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 4,7 % observado en el segundo, lo que, en un entorno de estabilidad de la productividad, contribuyó a ralentizar el crecimiento de los costes laborales unitarios.

La relajación de las presiones sobre los costes laborales y el continuo impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria por parte del Consejo de Gobierno en los precios de consumo deberían favorecer que la inflación se estabilice de forma sostenida en torno al objetivo del 2 % a medio plazo, dado que los acusados descensos anteriores de los precios de la energía continúan excluyéndose gradualmente de las tasas anuales.

En las proyecciones de diciembre de 2024, la inflación general medida por el IAPC aumentaría a finales de 2024 y a partir del segundo trimestre de 2025 descendería hasta situarse en torno al objetivo del BCE del 2 %. Se espera que los efectos de base en el componente energético sean el principal determinante del aumento temporal de la inflación al inicio del horizonte de proyección. Sobre la base de los supuestos de bajada de los precios del petróleo y del gas, es probable que la tasa de variación de los precios de la energía siga siendo negativa hasta el segundo semestre de 2025 y que posteriormente se mantenga contenida, exceptuando un repunte en 2027 debido a la introducción de nuevas medidas de mitigación del cambio climático. La inflación de los alimentos aumentaría hasta mediados de 2025, impulsada principalmente por la reactivación de la dinámica de los precios de los alimentos no elaborados, y posteriormente descendería hasta una media del 2,2 % en 2027. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), disminuya a principios de 2025 a medida que los efectos indirectos de anteriores perturbaciones de los precios de la energía se disipen, las presiones sobre los costes laborales se relajen y los efectos retardados del anterior endurecimiento de la política monetaria continúen transmitiéndose a los precios de consumo. Este descenso estaría determinado por la reducción de la inflación de los servicios, que hasta ahora ha sido relativamente persistente. En conjunto, se estima que la inflación medida por el IAPCX se moderará desde el 2,9 % en 2024 hasta el 1,9 % en 2027. El crecimiento de los salarios seguirá siendo elevado inicialmente, pero disminuirá gradualmente a medida que desaparezcan las presiones relacionadas con la compensación por inflación. De acuerdo con las proyecciones, la moderación del crecimiento de la remuneración por asalariado, unida a la recuperación del crecimiento de la productividad, se traducirá en un descenso considerable del ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios. En consecuencia, las presiones internas sobre los precios deberían disminuir, dado que los márgenes amortiguarían inicialmente las presiones sobre los costes laborales, que seguirían siendo intensas, pero posteriormente mostrarían una recuperación a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Las presiones externas sobre los precios deberían mantenerse, en general, moderadas. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de la inflación general medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2024 y 2025, debido principalmente a datos peores de lo previsto y a los supuestos de bajada de los precios del petróleo y de la electricidad.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El riesgo de aumento de las fricciones en el comercio mundial podría lastrar el crecimiento de la zona del euro, frenando las exportaciones y debilitando la economía mundial. El descenso de la confianza podría impedir que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada. Esto podría verse amplificado por los riesgos geopolíticos, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, que podrían causar interrupciones en el suministro de energía y el comercio mundial. El crecimiento también podría ser menor si los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria se prolongan más de lo esperado. Podría ser mayor si la relajación de las condiciones de financiación y la bajada de la inflación permiten una recuperación más rápida del consumo y de la inversión internos.

La inflación podría aumentar si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar al alza los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y causar interrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían hacer aumentar los precios de los alimentos más de lo esperado. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si los reducidos niveles de confianza y la preocupación por los acontecimientos geopolíticos impiden que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada, si la política monetaria frena la demanda más de lo anticipado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista. El aumento de las fricciones en el comercio mundial incrementaría la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación de la zona del euro.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado en la zona del euro han seguido bajando desde la reunión del Consejo de Gobierno de octubre, como reflejo de la percepción de empeoramiento de las perspectivas económicas. Aunque las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, las bajadas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno están reduciendo gradualmente el coste del crédito para las empresas y los hogares.

El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas se situó en el 4,7 % en octubre, más de medio punto porcentual por debajo de su máximo un año antes. El coste de la emisión de valores de renta fija ha disminuido más de un punto porcentual desde su máximo. El tipo medio de las nuevas hipotecas, que se situó en el 3,6 % en octubre, ha experimentado una disminución de alrededor de medio punto porcentual con respecto a su nivel más elevado en 2023, aunque se espera que el tipo medio del saldo vivo de las hipotecas siga aumentando.

El crédito bancario a las empresas ha crecido de manera gradual desde niveles bajos, y aumentó un 1,2 % en octubre con respecto a un año antes. Los títulos de deuda emitidos por las empresas se incrementaron un 3,1 % en términos interanuales, incremento similar al observado en meses anteriores. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando progresivamente en octubre, con un crecimiento interanual del 0,8 %.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de la zona del euro siguen manteniendo su capacidad de resistencia y existen pocos indicios de tensión en los mercados financieros. Sin embargo, los riesgos para la estabilidad financiera son aún elevados. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, mejorando la capacidad de resistencia y preservando el espacio macroprudencial.

## Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se recortaron hasta el 3,00 %, el 3,15 % y el 3,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 18 de diciembre de 2024.

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

En la segunda mitad de 2024, el Eurosistema dejó de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que fueron venciendo para reducir la cartera de este programa en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno puso fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

Las entidades de crédito reembolsaron los importes restantes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en diciembre de 2024, lo que concluyó esta parte del proceso de normalización del balance.

## Conclusión

En su reunión del 12 de diciembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la

inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

*Durante el período de referencia (comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre de 2024), el crecimiento económico mundial siguió siendo sólido, pese a los crecientes factores adversos. Los datos procedentes de encuestas señalaron mejoras generalizadas en todos los sectores, y prosiguió el dinamismo en los servicios. El comercio internacional mantuvo su vigor, lo que reflejó, en cierta medida, el adelanto de las importaciones de bienes en un contexto de incertidumbre sobre la política comercial de Estados Unidos en el futuro. La inflación continuó moderándose, pero persistieron las presiones al alza sobre los precios de los servicios. Las perspectivas de crecimiento e inflación a escala mundial reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024 prácticamente no han variado con respecto a las de las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre del mismo año. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses ha añadido una incertidumbre significativa a las políticas comerciales internacionales. Las métricas del comercio mundial se han revisado al alza considerablemente para reflejar unos resultados más favorables en el segundo y el tercer trimestre. Tras la recuperación registrada durante 2024, el comercio internacional crecería más en línea con la actividad, aunque existen elevados riesgos a la baja relacionados con el aumento del proteccionismo y la fragmentación comerciales. En las principales economías avanzadas y emergentes se espera que la inflación disminuya de forma paulatina a lo largo del horizonte de proyección.*

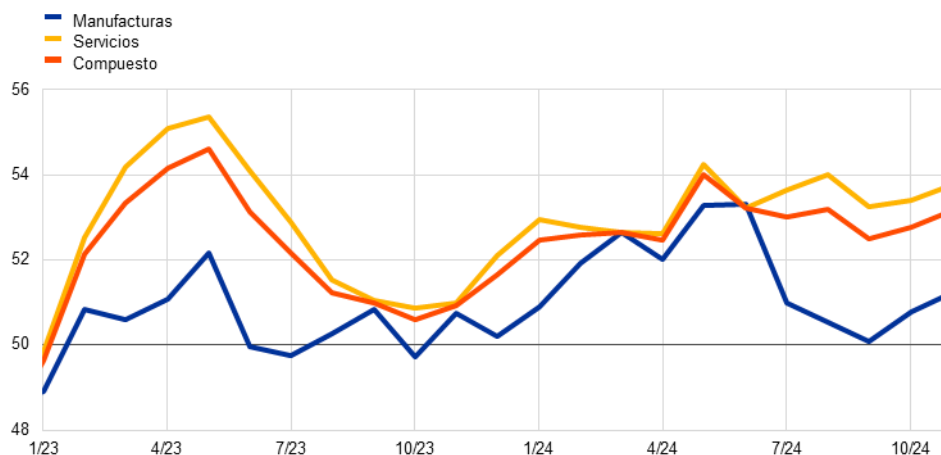
**La actividad económica global ha mantenido su dinamismo, a pesar de que los crecientes factores adversos ponen de relieve la fragilidad de las perspectivas.**

El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) permaneció firmemente en terreno expansivo en noviembre de 2024 y se situó en 53,2, frente a un valor de 52,8 en octubre (gráfico 1). Mientras que la actividad de los servicios continuó fortaleciéndose, la manufacturera también mejoró y volvió a crecer por encima del umbral de expansión hasta situarse en 51,2 en noviembre. El aumento observado en el PMI compuesto de actividad estuvo impulsado en particular por Estados Unidos y China. En el caso de este último país, el avance reflejó la fuerte expansión que experimentaron las manufacturas, mientras que, en Estados Unidos, la actividad de los servicios mejoró notablemente. Datos recientes sugieren que el crecimiento mundial mantuvo su vigor en el cuarto trimestre de 2024. Esta conclusión está respaldada por unos datos económicos más favorables en Estados Unidos y en China, así como por el apoyo fiscal anunciado recientemente en China y, en menor medida, en el Reino Unido. Las tensiones geopolíticas, la persistente debilidad del sector inmobiliario chino y las incertidumbres en torno a las políticas de la nueva Administración estadounidense también sugieren que las perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo frágiles.

## Gráfico 1

### PMI de actividad global

(índices de difusión)



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

Notas: «PMI» es el índice de directores de compras. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

#### **Según las proyecciones, las perspectivas de actividad global seguirán siendo sólidas, pero se moderarán ligeramente a lo largo del horizonte de proyección.**

El PIB real mundial se incrementaría un 3,4 % en 2024 y un 3,5 % en 2025, y descendería un 3,3 % en 2026 y un 3,2 % en 2027. El leve descenso del crecimiento global en los años finales del horizonte de proyección se debe principalmente a las expectativas de crecimiento más lento en China —como consecuencia de la evolución demográfica desfavorable— y de cierta desaceleración en Estados Unidos. En el Reino Unido, se supone que la relajación fiscal impulsará el crecimiento del PIB real solo de manera transitoria, dado que es probable que las futuras subidas del impuesto sobre sociedades lastren la actividad del sector privado. El resultado de las elecciones estadounidenses ha generado una incertidumbre significativa porque en estos momentos es difícil evaluar las políticas que adoptará la nueva Administración. Las proyecciones del Eurosistema de diciembre incorporan una legislación más estricta en materia de inmigración y políticas fiscales más laxas (sobre todo la ampliación de las rebajas del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades introducidas en 2017 y que está previsto que expiren en 2025).

#### **Tras un crecimiento más sólido de lo esperado en el tercer trimestre, es probable que el ritmo de avance del comercio global se ralentice a corto plazo.**

Las importaciones mundiales sorprendieron al alza en el tercer trimestre, impulsadas por el fuerte aumento del comercio en Estados Unidos. La evidencia anecdótica sugiere que las empresas estadounidenses adelantaron las importaciones dadas las incertidumbres sobre las políticas comerciales futuras y en previsión de que hubiera huelgas en los puertos de la costa este del país norteamericano en octubre. Si bien el comercio internacional es inherentemente volátil, los nuevos datos disponibles apuntan a una moderación de las importaciones mundiales en el cuarto trimestre, que refleja un ciclo de producción industrial todavía débil y una normalización de las importaciones de bienes tras el crecimiento vigoroso de los trimestres anteriores. A ello se suma una composición menos

favorable de la demanda mundial, que actualmente se ve influida por el sector servicios menos intensivo en comercio y el consumo del sector público. En consonancia con la desaceleración del ritmo de crecimiento del comercio, el PMI global de nuevos pedidos exteriores (excluida la zona del euro) del sector manufacturero permaneció en terreno contractivo, en un nivel de 49,4, en noviembre. Habida cuenta de lo anterior, los costes de transporte marítimo también están empezando a normalizarse tras los incrementos acusados que se observaron en el segundo trimestre de 2024 y que reflejaron la mayor demanda de servicios de este tipo de transporte, acorde con el adelanto de las importaciones.

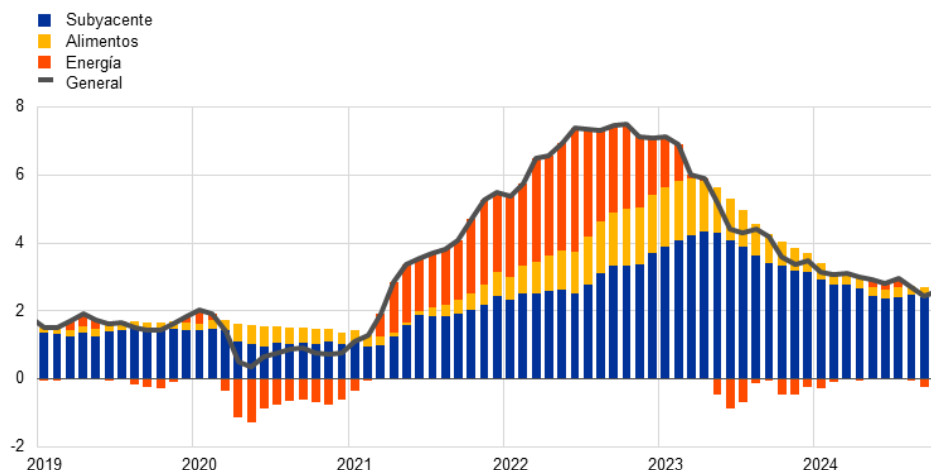
**Se prevé que el comercio mundial se recupere este año y que crezca más en línea con la actividad económica global durante el resto del horizonte de proyección, aunque existen fuertes riesgos a la baja derivados de un aumento del proteccionismo y la fragmentación comerciales.** El crecimiento del comercio internacional para 2024 se ha revisado al alza 0,9 puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de septiembre del mismo año, principalmente como resultado de unos datos más favorables en el segundo y el tercer trimestre. Se prevé que el comercio global crezca un 3,6 % en 2025 y que se modere hasta situarse en el 3,3 % en 2026 y el 3,2 % en 2027. No obstante, las perspectivas siguen siendo muy inciertas. Si se producen nuevos adelantos motivados por las expectativas de restricciones comerciales, el comercio podría intensificarse a corto plazo. A medio plazo, los flujos comerciales podrían continuar disminuyendo como consecuencia de las actuales tensiones geopolíticas y de un incremento significativo del proteccionismo y la fragmentación comerciales.

**En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) la inflación sigue moderándose, pero persisten las presiones inflacionistas subyacentes.** En octubre, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) aumentó marginalmente hasta el 2,6 %, desde el 2,5 % del mes anterior (gráfico 2). Este ligero incremento fue resultado de una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa —el -0,8 % en octubre, frente al -2,5 % de septiembre—, al tiempo que la inflación subyacente y la de los alimentos se mantuvieron estables. La inflación subyacente —que representaba el 90 % de la inflación general en octubre, frente a una contribución mediana del 64 % antes de la pandemia de COVID-19— viene determinada sobre todo por la elevada tasa de crecimiento de los precios de los servicios en las economías avanzadas. A su vez, como la inflación de los servicios está estrechamente relacionada con el crecimiento de los salarios, que se espera que disminuya en 2025 conforme los mercados de trabajo se vayan enfriando, se prevé que la inflación general en las economías de la OCDE continúe normalizándose.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE excluye a Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales de la OCDE del índice de precios de consumo (IPC). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en octubre, los precios del Brent han caído un 2,9 %, mientras que los precios europeos del gas han aumentado un 17,7 %<sup>1</sup>.** Los precios del petróleo experimentaron una volatilidad

significativa durante el período analizado, sobre todo como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo. Por lo que respecta a la demanda, el fuerte consumo de combustible en Estados Unidos contribuyó a presionar al alza los precios, dado que las reservas de gasolina del país habían descendido hasta su nivel más bajo desde noviembre de 2022. Sin embargo, las presiones alcistas se vieron contrarrestadas por el impacto negativo de la mayor debilidad de la demanda de petróleo en China, que en septiembre se contrajo por sexto mes consecutivo. Los precios europeos del gas han subido un 17,7 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de octubre, impulsados por factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el incremento puede atribuirse, en gran parte, a la fecha inminente de expiración del acuerdo de tránsito de gas entre Ucrania y Rusia al final de 2024. Asimismo, tras el laudo arbitral contra Gazprom a favor de la empresa austríaca OMV, Gazprom amenazó con cortar el suministro de gas. Por el lado de la demanda, la escasa producción eólica en noviembre en Europa ha dado lugar a un aumento de la dependencia de energía generada en centrales de gas. Esto, unido a las bajas temperaturas, ha reducido de forma considerable los niveles de almacenamiento de gas en Europa, lo que ha contribuido adicionalmente a la subida de los precios de esta materia prima. Entretanto, los precios de los metales han descendido (-4,5 %), y el paquete de estímulo de China no ha cumplido las expectativas. Los precios de los alimentos se han incrementado un 15,9 %, como consecuencia de factores relacionados con la oferta.

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 11 de diciembre de 2024.

**En Estados Unidos, la actividad económica mantiene su vigor.** En el tercer trimestre de 2024, el PIB real continuó creciendo a un ritmo sostenido del 0,7 %, en términos intertrimestrales, respaldado por la fortaleza de la demanda privada interna y del consumo público. En cambio, la contribución de la inversión privada se desaceleró, mientras que las existencias del sector privado y la demanda exterior neta también contribuyeron negativamente al crecimiento. El mercado de trabajo estadounidense continuó enfriándose y la tasa de paro registró un incremento de 0,1 puntos porcentuales, hasta el 4,2 % en noviembre, frente al 3,7 % observado a comienzos de 2024. El crecimiento salarial repuntó hasta situarse en el 4 % en tasa interanual en octubre —tras haber disminuido durante el año— y permaneció por encima del rango del 3 %-3,5 % que la Reserva Federal considera compatible con su objetivo de inflación. La inflación general medida por el IPC también aumentó levemente, hasta el 2,6 % en octubre, desde el 2,4 % de septiembre, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 3,3 %. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió recortar el tipo de interés de los fondos federales 25 puntos básicos en su reunión de noviembre, una decisión ampliamente esperada<sup>2</sup>.

**En China, el ritmo de crecimiento de la economía se ha acelerado, pero no se espera que el nuevo paquete fiscal proporcione un estímulo importante.** Los indicadores mensuales correspondientes a octubre arrojaron resultados más favorables de lo esperado, con mejoras significativas en el crecimiento de las ventas al por menor y de las exportaciones. La recuperación de las ventas minoristas —que se extendió hasta principios de noviembre— obedeció, en gran medida, a las subvenciones que se están concediendo a la sustitución de bienes de consumo viejos por nuevos, con un incremento notable en las categorías subvencionadas por el Gobierno chino. Al mismo tiempo, aunque el nuevo paquete fiscal anunciado el 8 de noviembre es sustancial, no se espera que impulse el crecimiento de forma significativa. Este paquete va dirigido a abordar el riesgo para la estabilidad financiera asociado a la deuda de las Administraciones locales y fundamentalmente representa una migración de la deuda hacia bonos con costes del servicio más bajos. Dado que el paquete no modifica el nivel de endeudamiento total, no produce un impulso fiscal directo. El posible gasto adicional relacionado con los menores costes de financiación será probablemente reducido y solo respaldará el crecimiento de forma muy limitada. La tasa de variación interanual de los precios de consumo de China siguió ralentizándose en noviembre, hasta situarse en el 0,2 %, desde el 0,3 % de septiembre. La inflación de los precios de producción permaneció en terreno negativo en el -2,5 % en noviembre, lo que acrecentó la preocupación por la deflación.

**La actividad en el Reino Unido ha seguido ralentizándose, mientras que la inflación general ha aumentado como consecuencia de la subida de los precios de la energía.** En el tercer trimestre de 2024, el PIB del Reino Unido creció solo de forma moderada, un 0,1 % (en tasa intertrimestral). Los nuevos presupuestos públicos de otoño conllevan un incremento del gasto público del 2 %

<sup>2</sup> En su reunión del 18 de diciembre —que se celebró después del período de referencia comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre—, el FOMC redujo el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales otros 25 puntos básicos.

del PIB y esto, junto con la actual relajación monetaria, sustentaría de forma gradual la dinámica del crecimiento en 2025. La inflación general registró un avance sustancial y se situó en el 2,3 % en octubre, desde el 1,7 % de septiembre. En su reunión de noviembre, el Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75 %<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> En su reunión del 18 de diciembre —que se celebró después del período de referencia comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre—, el Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación el tipo de interés oficial.

*La actividad económica creció un 0,4 % en el tercer trimestre de 2024, frente al 0,2 % del trimestre anterior, en un contexto de recuperación del consumo y de acumulación de existencias, aunque también de contracción de la demanda exterior neta. El empleo aumentó un 0,2% en el tercer trimestre, lo que implica cierta recuperación de la productividad. Por sectores, la actividad industrial, excluidos los productos de propiedad intelectual en Irlanda, siguió disminuyendo en el citado trimestre, como consecuencia de la debilidad de la demanda, las pérdidas de competitividad y la intensificación de la incertidumbre. En cambio, los servicios permanecieron en terreno expansivo, impulsados principalmente por los servicios de no mercado y los empresariales. Los indicadores de opinión apuntan a una moderación de la actividad económica en torno al cambio de año. En el cuarto trimestre, los índices de directores de compras (PMI) tanto de las manufacturas como de los servicios se situaron por debajo de sus niveles respectivos del tercer trimestre, al tiempo que los pedidos y las expectativas empresariales cayeron, lo que sugiere un debilitamiento adicional a principios de 2025. En cuanto a la demanda interna, es probable que el consumo privado se haya ralentizado en el cuarto trimestre, tras repuntar con fuerza en el tercero, dado que los niveles de confianza siguen siendo reducidos. Asimismo, los indicadores de vivienda, inversión empresarial y exportaciones sugieren que la debilidad persistirá a corto plazo. De cara al futuro, la recuperación prevista de las rentas reales, con el apoyo del aumento de los salarios y de la fortaleza del mercado de trabajo, debería permitir a los hogares consumir más. Además, se espera que la demanda externa se fortalezca y respalde las exportaciones de la zona del euro.*

*Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026, y que después se modere hasta el 1,3 % en 2027<sup>4</sup>.*

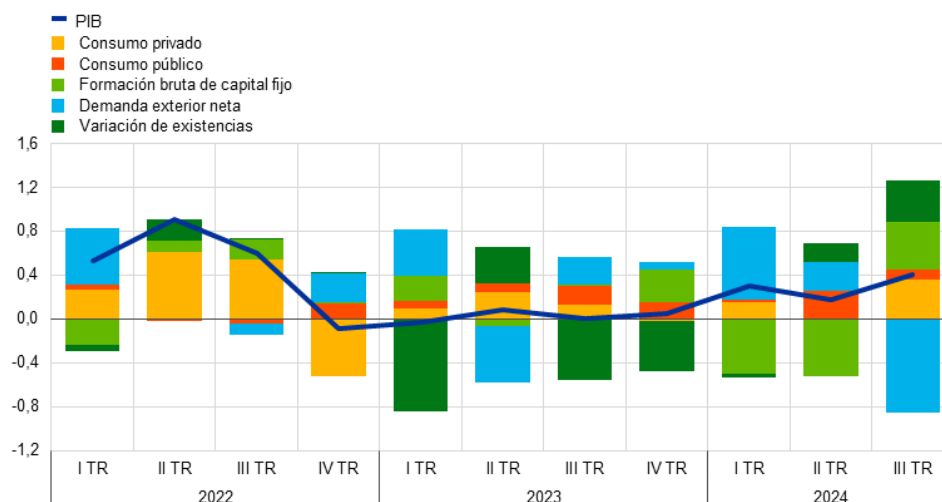
**Según la última estimación de Eurostat, el PIB real creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2024, tras registrar un avance del 0,2 % en el trimestre anterior (gráfico 3).** La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento en el tercer trimestre, mientras que la demanda exterior neta se contrajo. Aunque el crecimiento de la inversión total en el citado trimestre fue positivo, se estima que habría sido negativo si se excluyera el aumento de la inversión sin construcción en Irlanda, de una magnitud sin precedentes.

<sup>4</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

### Gráfico 3

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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

#### Los datos procedentes de encuestas apuntan a una mayor debilidad en el cuarto trimestre de 2024.

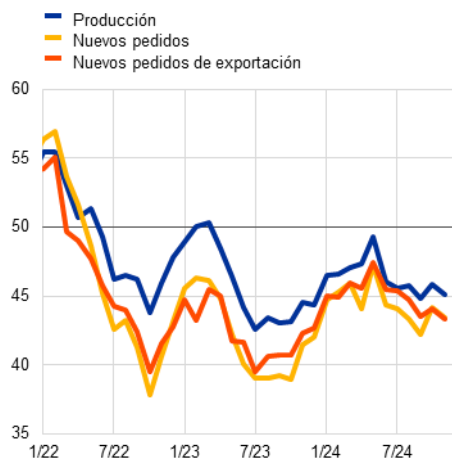
El PMI de actividad descendió hasta situarse en un valor medio de 49,2 en octubre y noviembre (desde un nivel de 50,3 en el tercer trimestre), debido a la caída tanto de los servicios como de las manufacturas. En el sector manufacturero, el PMI continuó disminuyendo en el cuarto trimestre, por lo que lleva ya 20 meses consecutivos en terreno contractivo (gráfico 4). El PMI de nuevos pedidos también permanece por debajo de 50, lo que apunta a la debilidad de las perspectivas a corto plazo de la industria. En el sector servicios, el PMI cayó por debajo de 50 en noviembre —por primera vez desde enero de 2024—, aunque el valor medio de 50,5 de octubre y noviembre todavía refleja un crecimiento modesto. Los indicadores de confianza empresarial de la Comisión Europea muestran un panorama similar. Tras descender en octubre, el indicador de sentimiento económico se mantuvo estable en general en noviembre, lo que sugiere que los factores adversos están lastrando la recuperación. Los resultados de la encuesta de la Comisión sobre los factores que limitan la producción correspondiente al cuarto trimestre muestran que las manufacturas se siguen viendo afectadas por una demanda insuficiente y por la escasez de mano de obra, en comparación con las medias históricas, mientras que la demanda no se considera un factor limitativo en los servicios.

## Gráfico 4

### PMI de distintos sectores de la economía

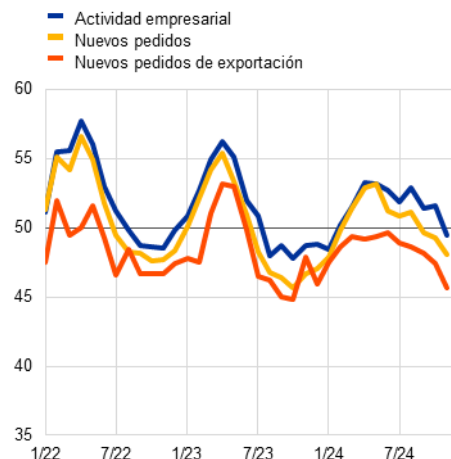
#### a) Manufacturas

(Índices de difusión)



#### b) Servicios

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

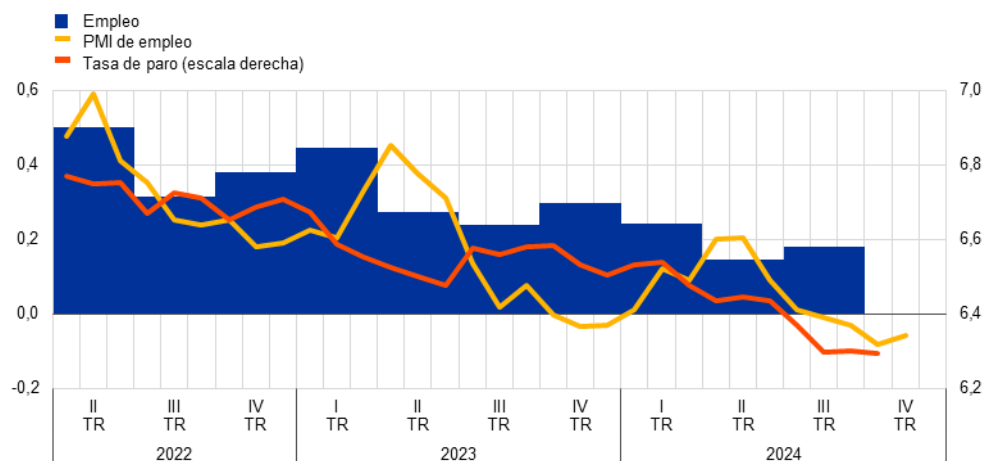
**El empleo aumentó un 0,2 % en el tercer trimestre de 2024.** Esta tasa fue prácticamente la misma que la observada en la primera mitad del año (gráfico 5). La expansión del empleo estuvo más en línea con el avance del PIB en el tercer trimestre, lo que permitió que la productividad se recuperara ligeramente, con un alza del 0,2 %<sup>5</sup>. Las horas totales trabajadas no variaron en el tercer trimestre, lo que se tradujo en un descenso del 0,1 % de las horas medias trabajadas. La tasa de paro se situó en el 6,3 % en octubre, sin cambios con respecto a septiembre, permaneciendo en su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de trabajo disminuyó levemente con respecto a los elevados niveles observados tras la pandemia, y la tasa de vacantes cayó hasta situarse en el 2,5 % en el tercer trimestre, 0,1 puntos porcentuales por debajo del trimestre anterior y más próxima al máximo previo a la pandemia.

<sup>5</sup> Para una descripción del mercado de trabajo de la zona del euro en los dos últimos años, véase el artículo titulado «[Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#)» en este Boletín Económico.

## Gráfico 5

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para el empleo, a noviembre de 2024 para el PMI de empleo y a octubre de 2024 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a la estabilidad del empleo en el cuarto trimestre de 2024.** El PMI mensual compuesto de empleo aumentó ligeramente, desde 49,2 en octubre hasta un valor de 49,4 en noviembre, lo que sugiere que es probable que el empleo apenas haya variado en el cuarto trimestre. El PMI de servicios se elevó desde 50,3 en octubre hasta 51 en noviembre, mientras que los indicadores PMI de manufacturas y de construcción permanecieron en terreno contractivo.

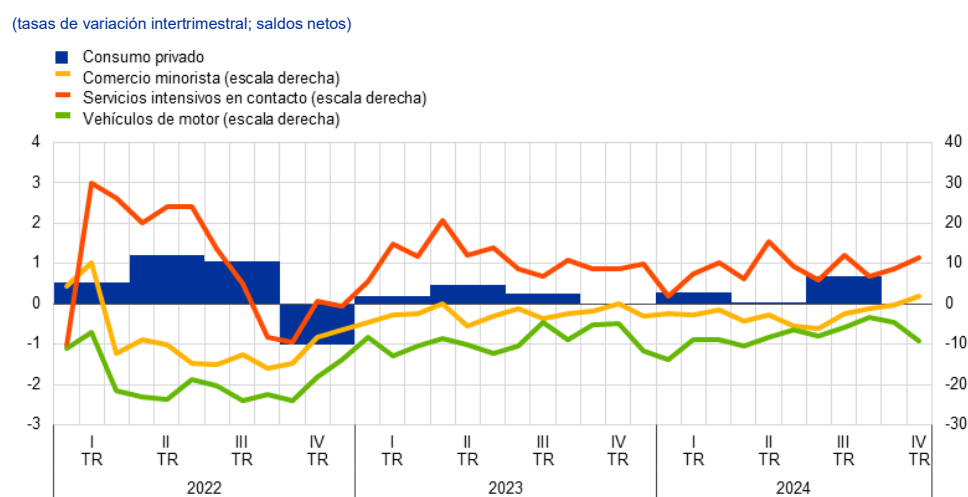
**El consumo privado creció con fuerza en el tercer trimestre, pero se espera que se modere en torno al cambio de año.** Tras registrar un débil crecimiento medio en trimestres anteriores, el consumo privado de la zona del euro aumentó un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre (gráfico 6). Probablemente, este aumento estuvo impulsado, aunque de forma limitada, por factores transitorios como los Juegos Olímpicos y Paralímpicos de París 2024. En el tercer trimestre, el consumo de bienes repuntó y creció básicamente en línea con el consumo de servicios, como apunta también el avance intertrimestral del 1 % observado en las ventas minoristas, frente a un crecimiento más modesto del 0,2 % en la producción de servicios. Sin embargo, los datos más recientes sugieren que es probable que el gasto de los hogares se haya moderado en el cuarto trimestre, dado que las ventas minoristas disminuyeron en octubre. El indicador de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea también retrocedió en noviembre hacia su nivel de septiembre. Con todo, indicadores más prospectivos apuntan a una recuperación en los próximos trimestres, como reflejan las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema<sup>6</sup>. Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de

<sup>6</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro diciembre de 2024», publicadas el 12 de diciembre de 2024 en el sitio web del BCE.

servicios intensivos en contacto continuaron mejorando en noviembre, mientras que la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores también mostró que las relativas al gasto en vacaciones seguían siendo elevadas, pese a registrar cierta moderación recientemente. Las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes volvieron a mejorar en noviembre y se situaron por encima de los niveles previos a la pandemia, lo que indica un aumento de la demanda de bienes por parte de los consumidores. Se espera que el mayor poder adquisitivo y el continuo crecimiento de las rentas del trabajo, en términos reales, sostengan el consumo en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado y es posible que los hogares mantengan su preocupación por cuestiones geopolíticas de más largo plazo, lo que podría incidir negativamente en sus decisiones de gasto (véase [recuadro 3](#)).

### Gráfico 6

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

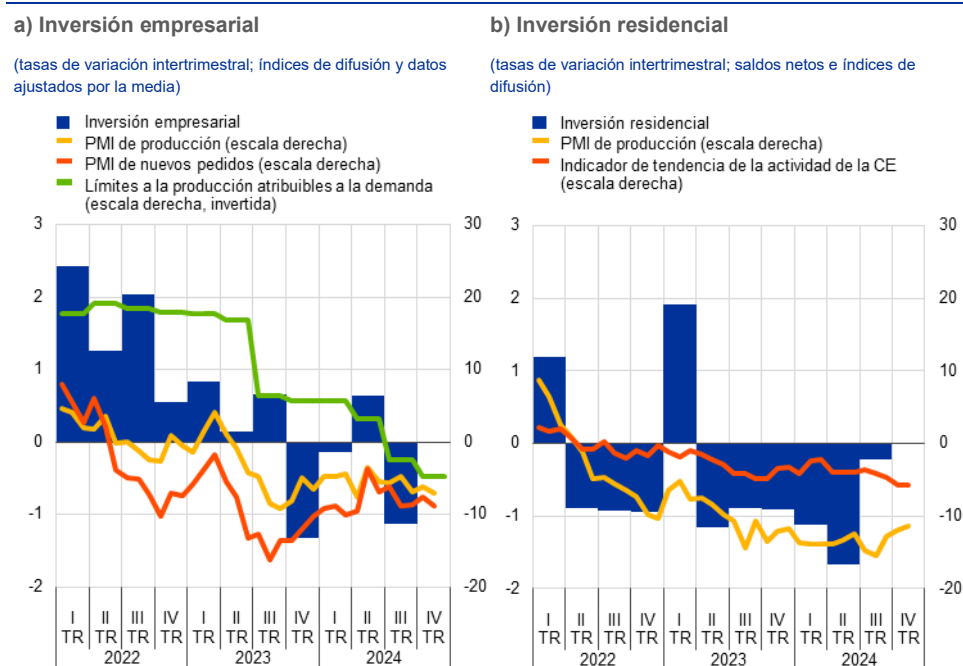
### La inversión empresarial se contrajo considerablemente en el tercer trimestre de 2024 y es probable que mantenga su atonía a corto plazo.

Tras mostrar un crecimiento modesto en la primera mitad del año, la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda, disminuyó un 1,1 % en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral. El crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre habría seguido contrayéndose, como sugieren los indicadores PMI de producción y de pedidos, así como las encuestas de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo hasta noviembre (panel a del gráfico 7). La última encuesta de la Comisión sobre los factores que limitan la producción en este sector puso de manifiesto una demanda débil y una escasa necesidad de inversión adicional en equipo en el cuarto trimestre. La elevada incertidumbre en torno a la geopolítica, los aranceles comerciales y la política económica supone un freno

adicional a la inversión (véase [recuadro 3](#)). En este entorno, las quiebras han seguido aumentando y en el tercer trimestre de 2024 se situaban alrededor de un 23 % por encima de los niveles registrados en 2019. De cara al futuro, se espera que la inversión se incremente gradualmente conforme disminuya el impacto de las condiciones de financiación restrictivas, mejore la demanda y se ejecuten los planes de inversión verde y digital.

### Gráfico 7

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales (si bien los datos de la encuesta sobre los factores que limitan la producción también son trimestrales). Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los indicadores coyunturales se refieren al sector de bienes de equipo. Los «límites a la producción atribuibles a la demanda» se expresan como la media invertida del período comprendido entre el primer trimestre de 1991 y el cuarto trimestre de 2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión empresarial y a noviembre de 2024 para los demás conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión residencial, y a noviembre de 2024 para el PMI de producción y el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

**La inversión en vivienda disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2024 y se espera que continúe reduciéndose a corto plazo.** La inversión residencial en la zona del euro descendió un 0,2 % en dicho trimestre, mientras que la producción de la construcción de edificios y especializada cayó un 0,6 %. Los indicadores de actividad basados en encuestas apuntan a un nuevo debilitamiento en el cuarto trimestre de 2024, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses se mantuvieron en terreno contractivo hasta noviembre (panel b del gráfico 7). Con todo, la inversión residencial debería estabilizarse a lo largo de 2025. Según la encuesta de la Comisión Europea, la intención de compra o construcción de vivienda de los hogares a corto plazo ha vuelto a crecer en el cuarto trimestre de 2024. Del mismo

modo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestra que, en general, el porcentaje de hogares que considera que la vivienda es una buena inversión ha aumentado de forma significativa en 2024, aunque registró un ligero descenso en octubre. Esta mejora de la confianza se ve respaldada por la caída de los tipos de interés hipotecarios y se refleja en la recuperación gradual de los préstamos para adquisición de vivienda, como muestra también la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre.

**El avance de las exportaciones de la zona del euro continuó ralentizándose en el tercer trimestre de 2024.** El crecimiento total de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en dicho trimestre. Esta desaceleración confirma la persistencia de los problemas de competitividad a los que se enfrentan los exportadores de la zona, incluso en un contexto de recuperación de la demanda mundial. De cara al futuro, las encuestas sugieren que el comportamiento de las exportaciones seguirá siendo discreto a corto plazo. Los últimos PMI de pedidos exteriores se mantuvieron muy por debajo del umbral de expansión en noviembre en las manufacturas y apuntan a una creciente debilidad en los servicios. Al mismo tiempo, en el tercer trimestre, el crecimiento de las importaciones registró un aumento moderado, un 0,2 % con respecto al trimestre anterior, sustentado en un avance modesto del consumo interno. En conjunto, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al PIB (-0,9 puntos porcentuales) en el tercer trimestre.

**De cara al futuro, se espera que la economía de la zona del euro continúe recuperándose gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque en un contexto de considerable incertidumbre.** Tras un aumento estimado del PIB del 0,7 % en 2024, se prevé un fortalecimiento del crecimiento de la actividad en los tres próximos años. En particular, se espera que el aumento de los salarios reales y del empleo —en un contexto de mercados de trabajo robustos, aunque se están ralentizando— respalde una recuperación sostenida del consumo. La demanda interna también debería verse impulsada por la relajación de las condiciones de financiación, en línea con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés.

**Ahora se espera que la recuperación económica sea más lenta de lo previsto en las proyecciones de septiembre de 2024.** Aunque el crecimiento repuntó en el tercer trimestre de 2024, los indicadores de opinión apuntan a que se ralentizó en el cuarto. De acuerdo con las proyecciones de diciembre de 2024, la economía crecerá el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025, el 1,4 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. La recuperación prevista se basa principalmente en el incremento de las rentas reales, que debería permitir a los hogares consumir más, y en la mayor inversión por parte de las empresas. Con el tiempo, la desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería respaldar una recuperación de la demanda interna.

*La inflación general de la zona del euro aumentó hasta el 2,3 % en noviembre de 2024, desde el 2 % registrado en octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de la energía<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, en términos generales, la evolución de la inflación subyacente es acorde con el retorno sostenido de la inflación general al objetivo del 2 % a medio plazo. El indicador de la inflación interna descendió en octubre, pero se mantiene en niveles elevados, reflejo del fuerte crecimiento de los salarios y del hecho de que los precios de algunos componentes todavía se están ajustando al anterior repunte de la inflación con un retraso considerable. La tasa de crecimiento de los costes laborales se está moderando, mientras que el avance de los beneficios unitarios sigue amortiguando, en parte, el impacto de unas presiones aún intensas sobre los costes laborales, lo que contribuye a la desinflación en curso. Durante el período analizado, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron básicamente estables en torno al 2 %, y los indicadores de mercado cayeron y se aproximaron a ese nivel. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024, el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse<sup>8</sup>.*

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), siguió aumentando hasta situarse en el 2,3 % en noviembre de 2024, desde el 2 % de octubre (gráfico 8).** Esta evolución fue atribuible, principalmente, al incremento esperado de la tasa de variación de los precios de la energía —que se elevó hasta el -1,9 % en noviembre, desde el -4,6 % del mes precedente—, en su mayor parte debido a un efecto de base al alza. La inflación de los alimentos disminuyó ligeramente en noviembre, hasta el 2,8 %, frente al 2,9 % de octubre, como consecuencia de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la correspondiente a los precios de los alimentos elaborados avanzó marginalmente. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció en el 2,7 %, sin cambios con respecto a octubre y septiembre. Ello se debió a que el leve descenso de la inflación de los servicios (3,9 % en noviembre, frente al 4 % de octubre) se vio compensado por la mayor inflación de los bienes industriales no energéticos (0,7 % en noviembre, frente al 0,5 % de octubre). La tasa de crecimiento interanual de los precios de estos bienes se mantuvo próxima a su media de largo plazo (0,6 %) anterior a la pandemia de COVID-19, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios refleja el impacto de unas presiones salariales todavía elevadas en algunos de sus componentes y los efectos del desfase en la corrección de los precios en otros.

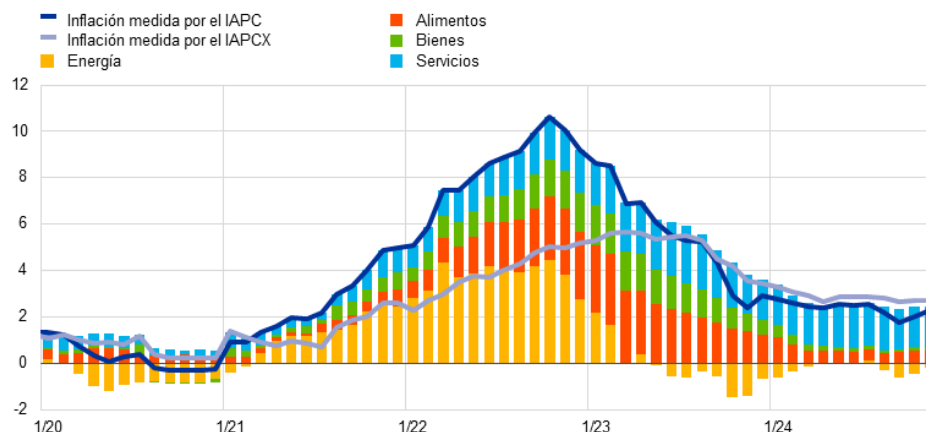
<sup>7</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 11 de diciembre de 2024. Esta estimación de avance de Eurostat se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,2 %, en los datos relativos a la inflación medida por el IAPC correspondientes a noviembre publicados el 18 de diciembre de 2024.

<sup>8</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

## Gráfico 8

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a la inflación de los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024 (estimación de avance).

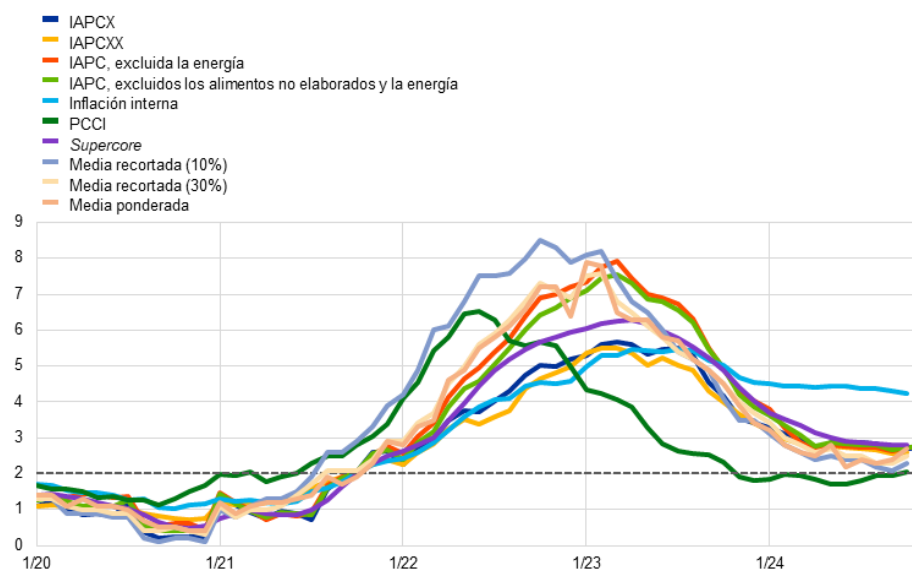
**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida, y el rango de sus valores ha disminuido (gráfico 9).** En octubre de 2024 —el último mes para el que se dispone de datos—, la mayor parte de los valores de los indicadores osciló entre el 2 % y el 2,8 %<sup>9</sup>. El PCCI (componente persistente y común de la inflación), que suele ser el indicador con mayor capacidad predictiva de la inflación general futura, se situó en la parte inferior del rango, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se mantuvo sin cambios en el 2,8 %. La inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), también permaneció invariable en el 2,6 %, mientras que las medias recortadas al 10 % y al 30 %, que eliminan el 5 % y el 15 %, respectivamente, de las tasas de variación interanual de cada cola de la distribución de los componentes del IAPC, registraron un ligero aumento. El indicador de la inflación interna continuó en un nivel persistentemente elevado, pero volvió a experimentar un leve retroceso, hasta el 4,2 %, desde el 4,3 % y el 4,4 % observados en septiembre y agosto, respectivamente. Esta evolución refleja el considerable peso de algunos servicios, como los seguros y los alquileres, que reaccionan con más lentitud a las presiones inflacionistas generales y a la relajación de la política monetaria restrictiva.

<sup>9</sup> Para más información, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE, Cleveland, 24 de octubre de 2024.

## Gráfico 9

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

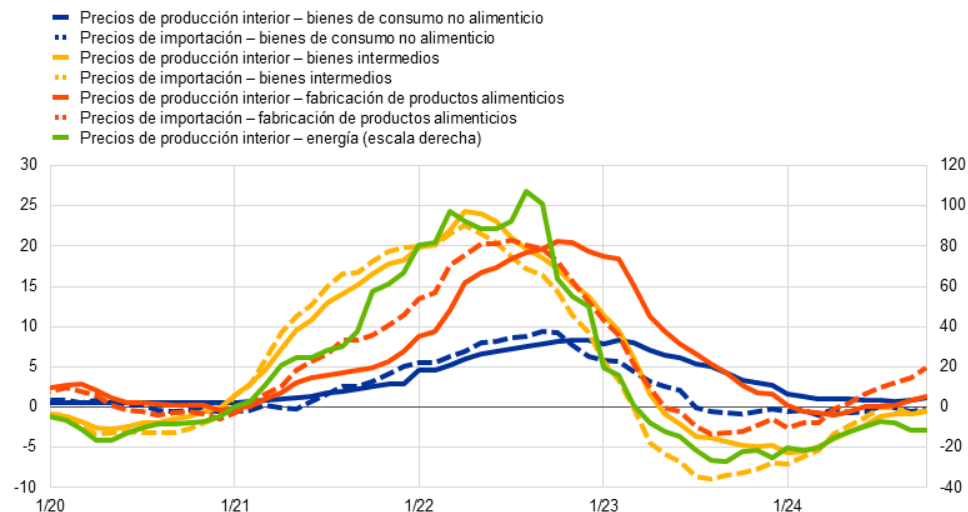
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX, el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a octubre de 2024 para los demás indicadores.

**Las presiones latentes se intensificaron en octubre, aunque siguieron siendo moderadas en todas las categorías industriales (gráfico 10).** En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva en niveles negativos desde abril de 2023, repuntó hasta el -11,2 % en octubre de 2024, desde el -11,5 % de septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también continuó siendo negativa, aunque menos que en el mes anterior (-0,5 % en octubre, frente al -0,8 % de septiembre). Del mismo modo, la tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se situó en el -0,4 % en octubre, frente al -0,8 % de septiembre. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta situarse en el 1,1 % en octubre, desde el 0,9 % de septiembre. También se registró un aumento de la inflación de los precios de producción interior de la fabricación de productos alimenticios —hasta el 1,3 % en octubre, desde el 0,9 % de septiembre— y de la de los precios de importación de la fabricación de estos productos, que se elevó hasta situarse en el 4,9 % en octubre, posiblemente como consecuencia de las tasas de crecimiento de dos dígitos observadas recientemente en los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En general, las presiones latentes se intensificaron en todas las categorías industriales, aunque desde niveles aún moderados, lo que indica que la relajación de las presiones latentes acumuladas como consecuencia de perturbaciones de costes anteriores ha llegado a su fin.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, continuaron disminuyendo en el tercer trimestre de 2024, aunque se mantuvieron en un nivel elevado (gráfico 11).** La tasa de avance interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 2,7 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 2,9 % del trimestre anterior. Esta reducción se debió a la menor contribución de los costes laborales unitarios, mientras que la de los impuestos unitarios netos no cambió y la de los beneficios unitarios aumentó ligeramente. Pese a haberse incrementado, el crecimiento de los beneficios unitarios permaneció en terreno negativo, lo que indica que sigue amortiguando las presiones aún intensas sobre los costes laborales. La menor contribución de los costes laborales unitarios fue atribuible a la disminución del crecimiento de los salarios —medido por la remuneración por asalariado— desde el 4,7 % en el segundo trimestre de 2024 hasta el 4,4 % en el tercero. El crecimiento de la remuneración por hora registró un descenso similar. En cambio, el avance de los salarios negociados se incrementó hasta alcanzar el 5,4 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 3,5 % del trimestre precedente, pero los datos sobre los últimos convenios colectivos que figuran en el indicador de seguimiento de los salarios de carácter prospectivo del BCE apuntan a un crecimiento más débil en el cuarto trimestre de 2024<sup>10</sup>. En general, la evolución salarial más reciente señala que la compensación por la alta inflación pasada y la correspondiente recuperación de los salarios reales están influyendo cada vez menos. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situará en el 4,6 %, en promedio, en 2024 y seguirá moderándose hasta el 2,8 % en 2027. No obstante, se mantendrá por encima de los niveles históricos, debido a la

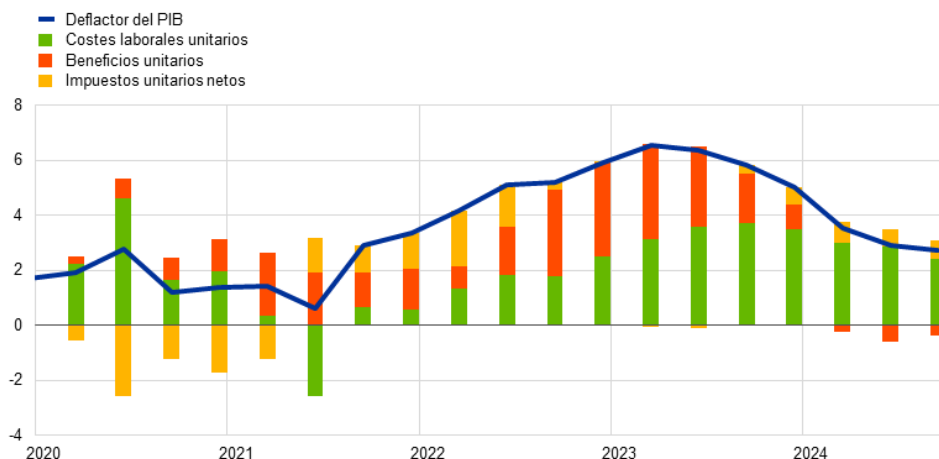
<sup>10</sup> Véase L. Górnicka y G. Koester (eds.), «[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2024.

persistencia de las tensiones en los mercados de trabajo y a la compensación por inflación que aún se está produciendo.

### Gráfico 11

#### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. La remuneración por asalariado contribuye positivamente a las variaciones de los costes laborales unitarios, y la productividad del trabajo contribuye negativamente.

**La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a medio y a largo plazo han disminuido de manera significativa desde la reunión del Consejo de Gobierno del 17 de octubre de 2024 (gráfico 12).**

Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2024, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo permanecieron en el 2 %. Las expectativas a más corto plazo basadas en indicadores de opinión para 2025 también se situaron en torno al 2 %, pero experimentaron pequeñas fluctuaciones, en función de la incorporación de los últimos datos y de las variaciones de los precios de las materias primas energéticas. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, medida por los *inflation fixings* (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco), aumentaron. Esto sugiere que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe algo por encima del 2 % en torno al cambio de año y aproximadamente en el 2 % en 2025, y que descienda hasta situarse ligeramente por debajo del 2 % en 2026. El tipo *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) a un año dentro de un año se mantuvo prácticamente invariable en torno al 1,7 % durante el período analizado. A medio y largo plazo, los indicadores de mercado de la compensación por inflación registraron un leve retroceso y se situaron alrededor del 2 %. En concreto, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años cayó 5 puntos básicos durante el período de referencia, sobre todo como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo de inflación. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican también que los participantes en los mercados siguen esperando que la

inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Por el lado del consumo, las expectativas de inflación permanecieron estables en general. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) correspondiente a octubre de 2024, la tasa de inflación general mediana esperada en los doce meses siguientes aumentó ligeramente, hasta el 2,5 %, desde el 2,4 % de septiembre, mientras que la esperada a tres años vista se mantuvo sin variación en el 2,1 %. La inflación percibida en los doce meses anteriores siguió disminuyendo hasta situarse en el 3,2 % en octubre, lo que representa una caída de más de 5 puntos porcentuales con respecto al máximo del 8,4 % alcanzado en septiembre de 2023.

## Gráfico 12

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

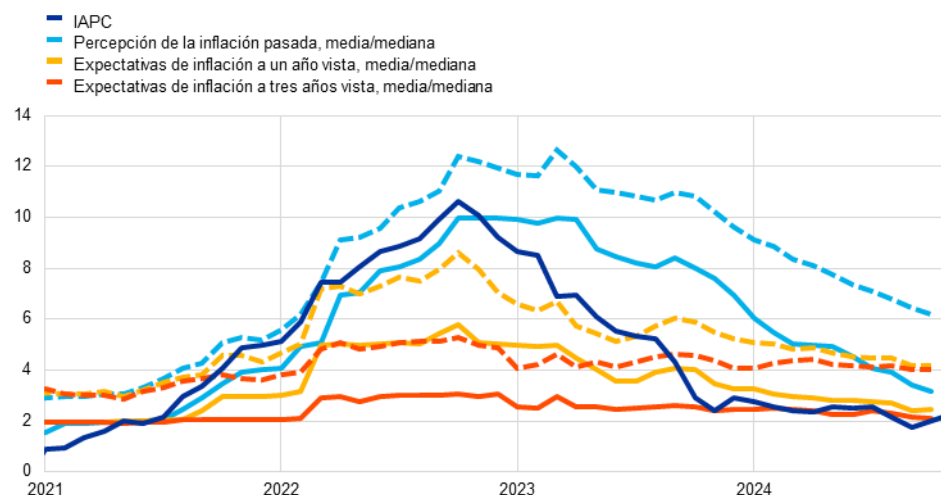
#### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



#### b) Inflación general medida por el IAPC y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: LSEG, Eurostat, CES y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024 para los tipos *forward*, a noviembre de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a octubre de 2024 para los demás indicadores.

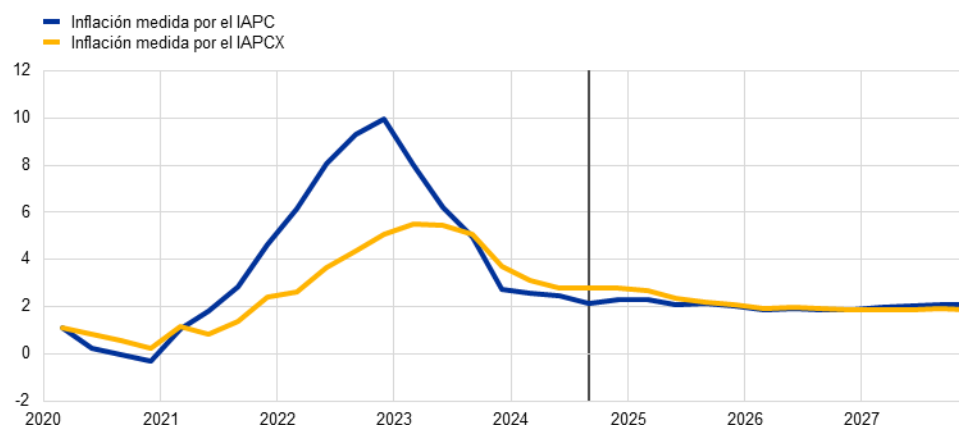
**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024 y seguirá disminuyendo hasta el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026, antes de repuntar hasta el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse (gráfico 13).** Se prevé que la inflación general experimente un ligero aumento en el último trimestre de 2024, originado principalmente por efectos de base en los precios de la energía, antes de empezar a caer de nuevo. Asimismo, se espera que continúe moderándose gradualmente en los próximos años, a medida que las presiones

relacionadas con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado sigan desapareciendo y que el crecimiento de los salarios descienda como consecuencia de ello. El incremento de la inflación previsto para 2027 refleja fundamentalmente un efecto al alza, en gran parte transitorio, derivado de la aplicación del paquete «Objetivo 55» de la UE, en concreto un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE2) para la calefacción de los edificios y los combustibles para transporte. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de inflación general se han revisado ligeramente a la baja —en 0,1 puntos porcentuales para 2024 y 2025—, debido principalmente a datos peores de lo previsto y a los supuestos de bajada de los precios del petróleo y de la electricidad. Al mismo tiempo, los expertos del Eurosistema siguen esperando un rápido descenso de la inflación subyacente, desde el 2,9 % en 2024 hasta el 2,3 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 y 2027, sobre todo como resultado de la disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2026.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024.

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024 se finalizaron el 27 de noviembre de 2024 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 20 de noviembre de 2024. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

*Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, algunos factores importantes que explican la evolución de los mercados financieros fueron la valoración de los mercados acerca de las implicaciones de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y las persistentes tensiones geopolíticas. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se desplazaron a la baja, como consecuencia de las expectativas de recortes más pronunciados y rápidos de los tipos de interés oficiales del BCE, al ser los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro peores de lo esperado por los mercados. Los mercados descontaban plenamente una reducción de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro también disminuyeron, debido sobre todo a la caída del componente de tipos de interés reales. Los rendimientos de la deuda soberana descendieron menos que los tipos swap sin riesgo, con algunas diferencias entre países, en un entorno de incertidumbre acerca de las perspectivas políticas y de las finanzas públicas en algunos de ellos. Los precios de las acciones de la zona del euro fluctuaron en el período de referencia y lo cerraron en niveles algo más elevados. Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron al comienzo del período analizado, pero repuntaron posteriormente. En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo también perdió valor, aunque en menor medida.*

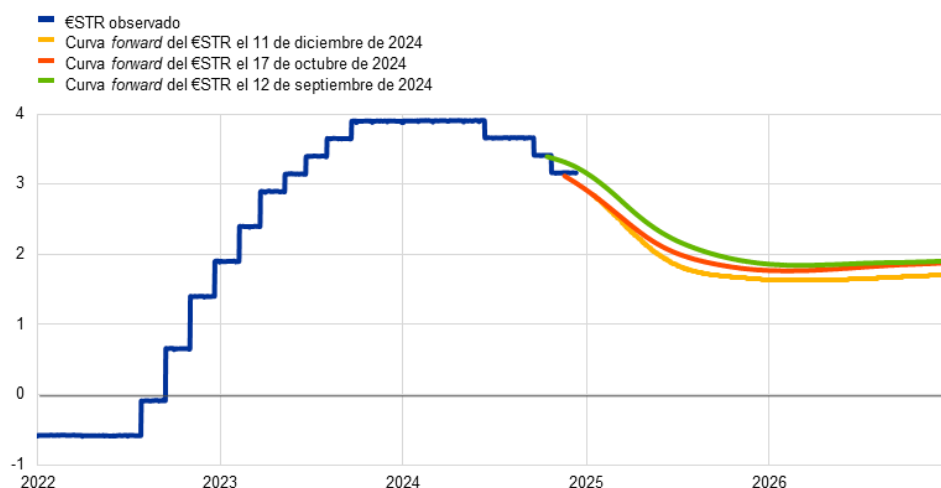
**Tras la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, la curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) se desplazó a la baja, dado que los participantes en los mercados esperaban recortes acumulados de los tipos de interés oficiales más rápidos y pronunciados (gráfico 14).** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,3 % durante el período de referencia, después de que el Consejo de Gobierno rebajara el tipo de interés de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos en sus reuniones de septiembre y de octubre. El exceso de liquidez disminuyó en torno a 155 mm de euros entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre, hasta situarse en 2.912 mm de euros. Esta disminución fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos realizados en septiembre de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, puesto que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de la cartera del programa de compras de activos (APP) y solo reinvierte parcialmente el principal en el caso de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). La curva *forward* del OIS basada en el €STR se desplazó a la baja desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, lo que sugiere una senda de tipos de interés oficiales más bajos, en el contexto de publicaciones de datos macroeconómicos peores de lo previsto en la zona del euro y de los resultados de las elecciones en Estados Unidos. El 11 de diciembre, los mercados descontaban plenamente un recorte de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. A más largo plazo, la curva de tipos *forward* se desplazó a la baja al pasar de descontar reducciones

acumuladas de los tipos de interés de 123 puntos básicos en el período hasta junio de 2025 (el 12 de septiembre) a descontar rebajas acumuladas de 133 puntos básicos (el 11 de diciembre).

#### Gráfico 14

##### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

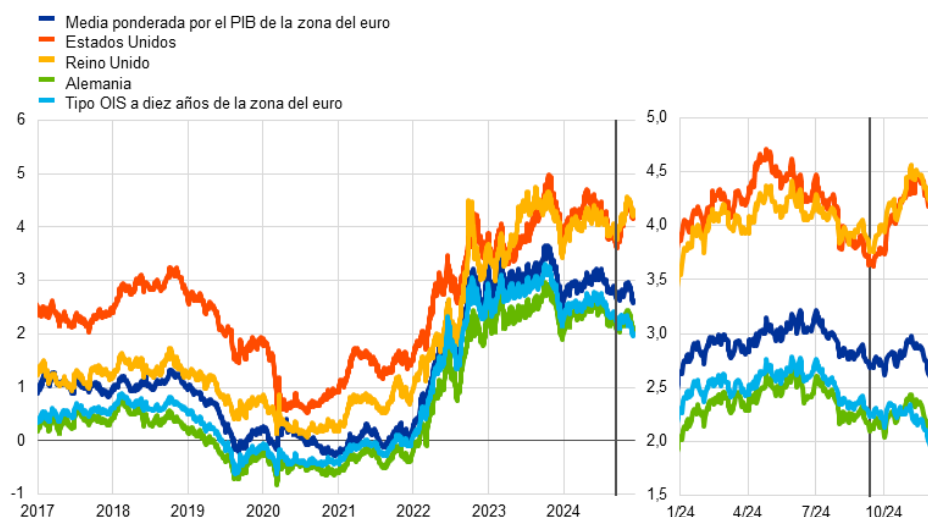
#### Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro disminuyeron también desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, a diferencia de sus equivalentes en Estados Unidos (gráfico 15).

El tipo OIS a diez años de la zona del euro descendió 26 puntos básicos en el período de referencia y lo cerró en torno al 2 %. Este descenso de los tipos libres de riesgo a largo plazo se debió principalmente a la caída del componente de tipos de interés reales. Las expectativas de política monetaria internas y los datos macroeconómicos publicados lastraron los tipos libres de riesgo de la zona del euro, mientras que los efectos de desbordamiento (*spillovers*) de Estados Unidos y a escala mundial contrarrestaron los efectos negativos a plazos más largos. En cambio, los tipos sin riesgo a largo plazo de Estados Unidos se elevaron significativamente en el período de referencia, sustentados en el aumento tanto de los tipos de interés reales como de la compensación por inflación. En particular, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años se incrementó unos 60 puntos básicos, hasta el 4,3 %. Como resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se amplió 85 puntos básicos. El rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido también aumentó 54 puntos básicos y se situó en torno al 4,3 % al final del período de referencia.

### Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

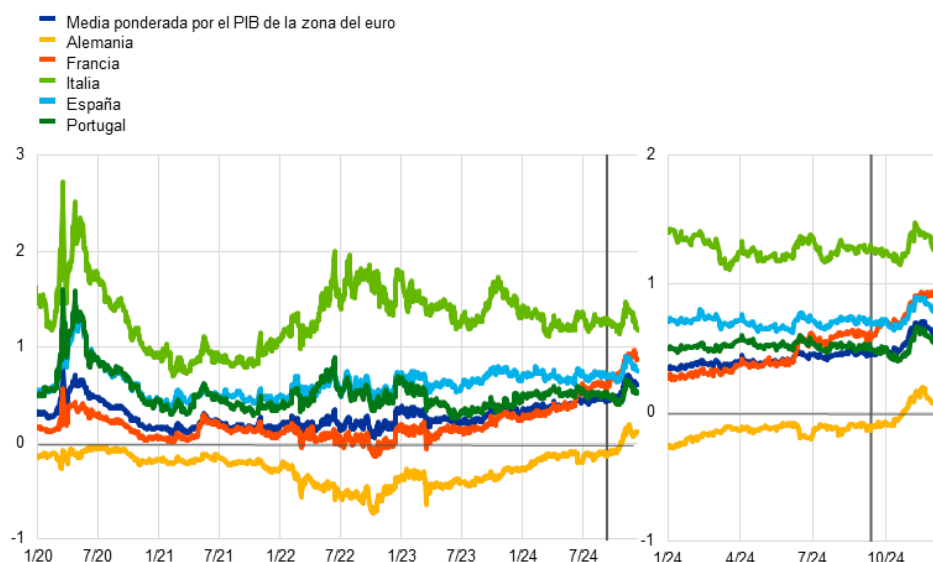
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron menos que los tipos libres de riesgo, lo que se tradujo en diferenciales algo más amplios (gráfico 16).** Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se había reducido unos 10 puntos básicos y se situaba en torno al 2,6 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS se incrementó 15 puntos básicos. Gran parte del aumento del diferencial se registró antes de las elecciones estadounidenses, continuando la tendencia observada desde 2022. Después de las elecciones, el diferencial se amplió con mayor rapidez, dado que se produjo un efecto de desbordamiento de los mayores rendimientos de la deuda estadounidense a los mercados de deuda soberana de la zona del euro. El diferencial de la deuda alemana a diez años también aumentó 23 puntos básicos en el período de referencia, prolongando una tendencia que, entre otros factores, reflejó la reducción de las tenencias de bonos por parte del Eurosistema. En ese período, el diferencial del bono alemán pasó a ser positivo por primera vez desde 2016, mientras que el anuncio de elecciones anticipadas en el país no tuvo un efecto significativo. Los cambios más notables se observaron en el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Francia, que se elevó alrededor de 5 puntos básicos como consecuencia de la incertidumbre relativa a las perspectivas de las finanzas públicas en ese país y aumentó el diferencial con respecto al tipo OIS a diez años en 30 puntos básicos. Sin embargo, los efectos de desbordamiento a Grecia, España, Italia y Portugal fueron limitados debido al sentimiento más positivo en torno a las perspectivas de las finanzas públicas en algunos de estos países. En conjunto, el diferencial entre el rendimiento de la deuda soberana y el tipo OIS disminuyó 9 puntos básicos en Italia, mientras que se incrementó 4 y 6 puntos básicos en Portugal y España, respectivamente.

### Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

**Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron a principios del período de referencia y después repuntaron, en parte siguiendo los movimientos de los mercados bursátiles.** Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión disminuyeron en torno a 10 puntos básicos hasta mediados de octubre, pero posteriormente se ampliaron algo. La reducción fue más pronunciada para los bonos corporativos del sector financiero que para los del sector no financiero, que registraron un ligero incremento de sus diferenciales en conjunto. En el segmento de alta rentabilidad, los diferenciales experimentaron fluctuaciones más significativas, en especial a partir de mediados de octubre, pero descendieron de forma moderada en su conjunto.

**Los precios de las acciones de la zona del euro fluctuaron durante el período de referencia y lo cerraron en niveles algo más elevados que cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre (gráfico 17).** Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por un notable aumento del apetito por el riesgo al principio del período analizado, que compensó con creces las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios. A partir de mediados de octubre, el deterioro de las perspectivas para la economía de la zona del euro, que tuvo su reflejo, por ejemplo, en los datos del índice de directores de compras de noviembre, dio lugar a una disminución adicional de los beneficios esperados. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron hacia los niveles observados al comienzo del período de referencia y después volvieron a acelerarse a finales de noviembre, apoyados también por el mayor apetito por el riesgo. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras (SNF) y del sector bancario se revalorizaron un 2,5 % y un 3,7 %, respectivamente.

En Estados Unidos, las cotizaciones de las SNF y del sector bancario registraron ganancias del 9,8 % y del 20,6 %, respectivamente.

### Gráfico 17

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

(Índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

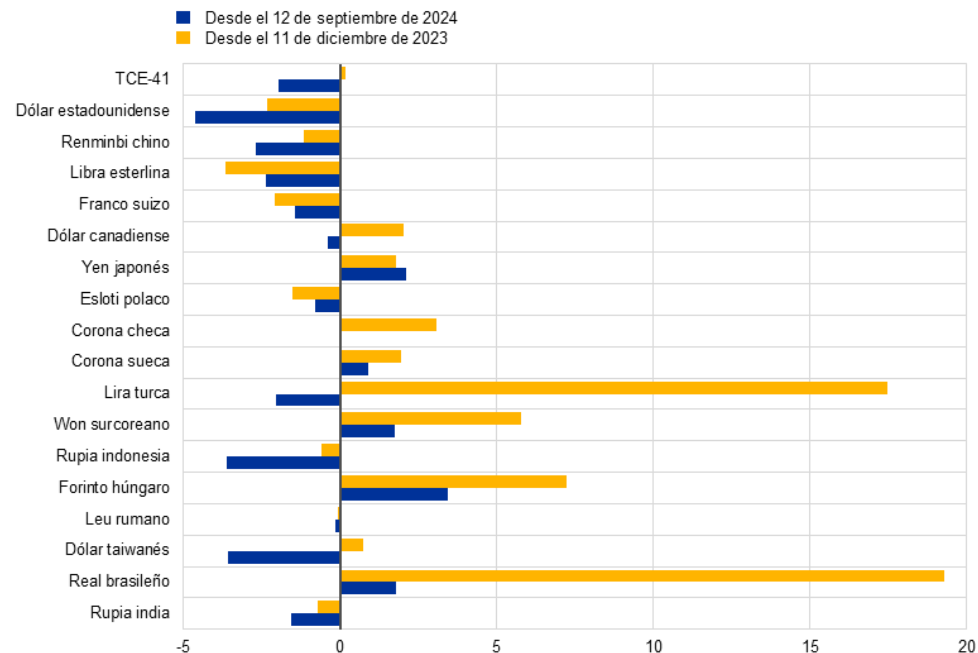
#### En los mercados de divisas, el euro se depreció un 4,6 % frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo cayó un 2 % (gráfico 18).

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 depreció un 2 %. El euro también perdió valor frente al dólar estadounidense (un 4,6 %). Esta evolución se debió principalmente al aumento, a principios de noviembre, de las expectativas de los participantes en los mercados relativas a la senda del tipo de interés oficial de la Reserva Federal tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos, así como a las expectativas de posibles cambios en las políticas comerciales, regulatorias y fiscales de ese país. La moneda única se depreció un 2,4 % frente a la libra esterlina y un 1,4 % frente al franco suizo, así como frente a las monedas de algunas economías emergentes, como reflejo de los cambios en la percepción de los participantes en los mercados sobre las perspectivas para sus economías respectivas, en términos relativos. El euro se apreció frente al yen japonés (un 2,1 %), ya que este último reanudó su depreciación generalizada en un entorno de tipos de interés oficiales persistentemente más bajos en Japón que en otras economías avanzadas.

## Gráfico 18

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

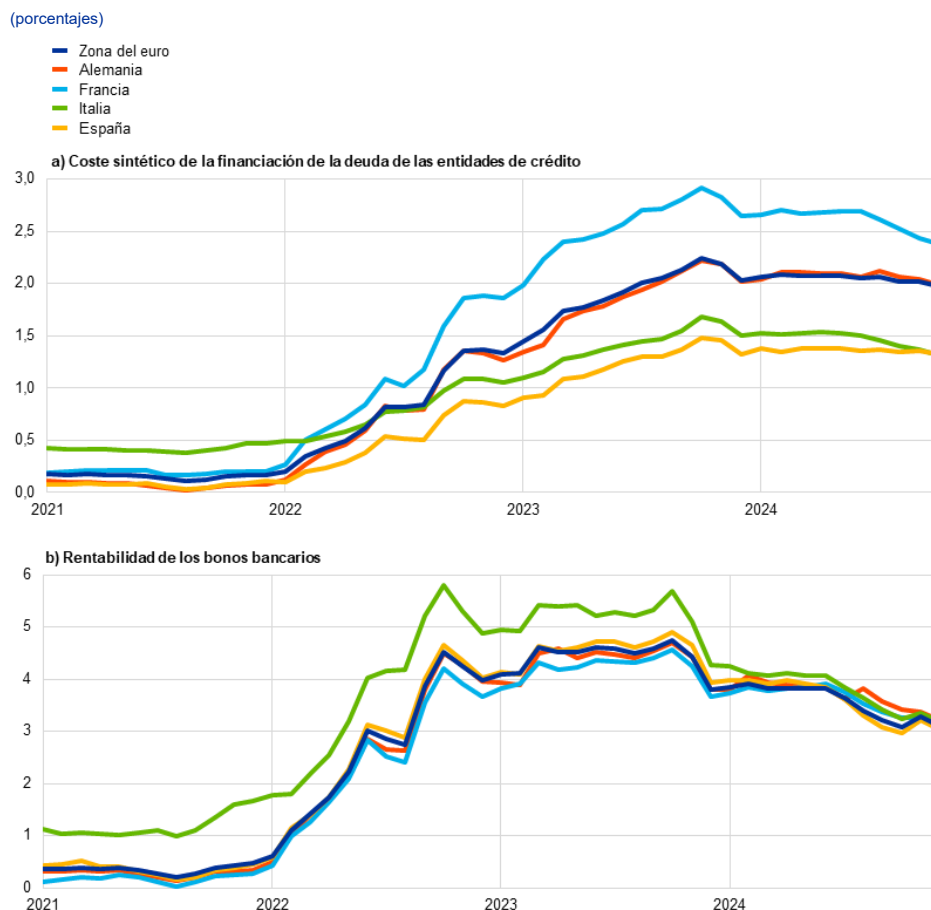
Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de diciembre de 2024.

*Las bajadas recientes y anticipadas de los tipos de interés oficiales del BCE están abaratando gradualmente el coste de financiación de las empresas y los hogares. En octubre de 2024, los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios continuaron disminuyendo con respecto a sus niveles máximos, aunque las condiciones de financiación siguieron siendo restrictivas. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas cayeron hasta situarse en el 4,7 % y el 3,6 %, respectivamente, en octubre. El avance de los préstamos a empresas y a hogares permaneció falto de dinamismo, debido al débil crecimiento económico y a unos criterios de aprobación del crédito todavía restrictivos. En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones se redujo, coincidiendo con un descenso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo y con una disminución de la prima de riesgo de las acciones. En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), las empresas señalaron que la disponibilidad de préstamos bancarios apenas había variado en su conjunto en el tercer trimestre de 2024, y pocas de ellas esperaban una mejora de la disponibilidad en el cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) siguió recuperándose desde unos niveles bajos, y las entradas netas del exterior fueron de nuevo las que más contribuyeron al avance de este agregado.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro disminuyeron con respecto a sus niveles máximos, reflejo de los recientes recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y de la senda esperada de tipos de interés.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se redujo ligeramente en octubre de 2024 y se situó en el 2 % (panel a del gráfico 19). Esta reducción fue consecuencia, principalmente, del descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 19), en un entorno de caída de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. Sin embargo, los costes de financiación de las entidades de crédito han persistido en niveles elevados en el contexto de la recomposición de la financiación hacia fuentes más caras. Los tipos de interés medios de los depósitos disminuyeron solo levemente en el tercer trimestre de 2024, y el tipo sintético de estos instrumentos se situó en el 1,3 % en octubre. Los tipos de interés de los depósitos a plazo registraron una bajada más acusada que los de los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso, que solo experimentaron un descenso marginal en dicho período.

### Gráfico 19

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



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 11 de diciembre de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

### Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares volvieron a caer, pero las condiciones de financiación continuaron siendo restrictivas.

Los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares han disminuido en los últimos meses, lo que ha respaldado una recuperación gradual del crédito (gráfico 20). En octubre de 2024, los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) cayeron 22 puntos básicos y se situaron en el 4,68 %, unos 60 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 20), aunque mostraron cierta heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. El diferencial de tipos entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas se redujo de nuevo en octubre, hasta el 0,34 %, un nivel cercano al mínimo observado en el verano de 2024. Por vencimientos, el descenso mayor se registró en los préstamos con períodos intermedios de fijación del tipo de interés (de entre uno y

cinco años). Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda fueron del 3,55 % en octubre, frente al 3,64 % de septiembre, y ahora se sitúan en torno a 50 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 20), con diferencias entre países. La disminución fue generalizada en los distintos períodos de fijación de los tipos y estuvo en línea con los tipos de interés de mercado, y los préstamos hipotecarios a tipo variable siguieron siendo más caros que los concedidos a tipo fijo.

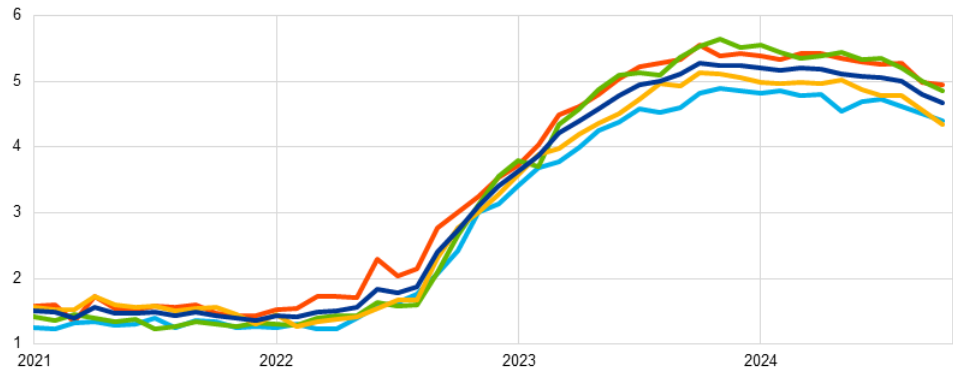
### Gráfico 20

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a empresas y a hogares en una selección de países de la zona del euro

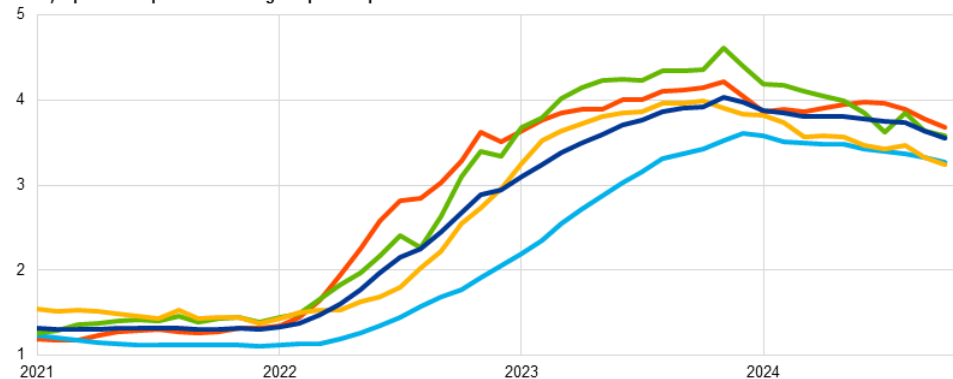
(porcentajes)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: ECB y cálculos del BCE.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

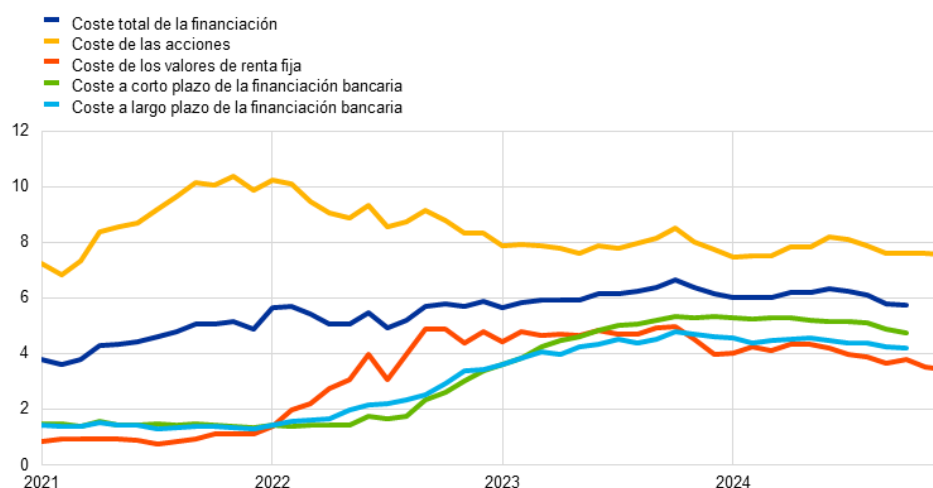
**En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones cayó.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta octubre, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se mantuvo sin variación en dicho mes, en comparación con el mes anterior, y se situó en el 5,8 %, un nivel todavía inferior al máximo de varios años alcanzado en octubre

de 2023 (gráfico 21)<sup>11</sup>. Si bien el coste de las acciones permaneció prácticamente sin cambios en octubre, el ligero ascenso del coste de los valores de renta fija se vio compensado en su totalidad por la caída del coste de la financiación bancaria. Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024 muestran que el coste tanto de los valores de renta fija como de las acciones se redujo. El descenso del coste de los valores de renta fija estuvo determinado por la significativa flexión a la baja de la curva del OIS (*overnight index swap*) a todos los plazos hasta quince años, pese a un ligero aumento de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF en el segmento de grado de inversión. La reducción del coste de las acciones se debió tanto a la disminución de la prima de riesgo bursátil como al retroceso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

### Gráfico 21

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a octubre de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

**La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares permaneció falta de dinamismo, debido al débil crecimiento económico y a unos criterios de aprobación del crédito todavía restrictivos.** Los préstamos bancarios

concedidos a las empresas han repuntado gradualmente desde unos niveles bajos y su tasa de avance se situó en el 1,2 % en octubre de 2024, frente al 1,1 % de septiembre (panel a del gráfico 22). El endeudamiento de las empresas mediante emisiones de deuda se mantuvo en el 1,6 % en octubre; las emisiones netas positivas de valores representativos de deuda por parte de este sector no compensaron en su totalidad la debilidad del crédito bancario. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó hasta el 0,8 % en

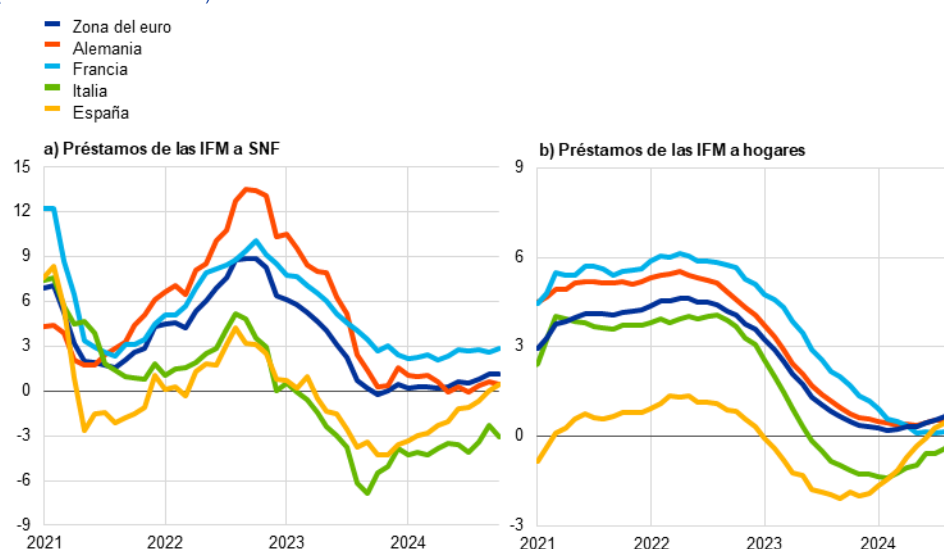
<sup>11</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta octubre de 2024.

octubre, desde el 0,7 % registrado en septiembre, en un entorno de mejora de la dinámica a corto plazo (panel b del gráfico 22). El crédito hipotecario se estabilizó con respecto a sus descensos anteriores y muestra señales incipientes de recuperación. El crecimiento del crédito al consumo también se incrementó en octubre, mientras que los préstamos para otros fines continúan contrayéndose, aunque a un ritmo cada vez menor. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de octubre de 2024 aporta evidencia de que el avance del crédito para consumo se concentró en los hogares con rentas más bajas. Además, el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido todavía era mayor que el de los que percibían que dicho acceso se había relajado (+14 % en septiembre).

### Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

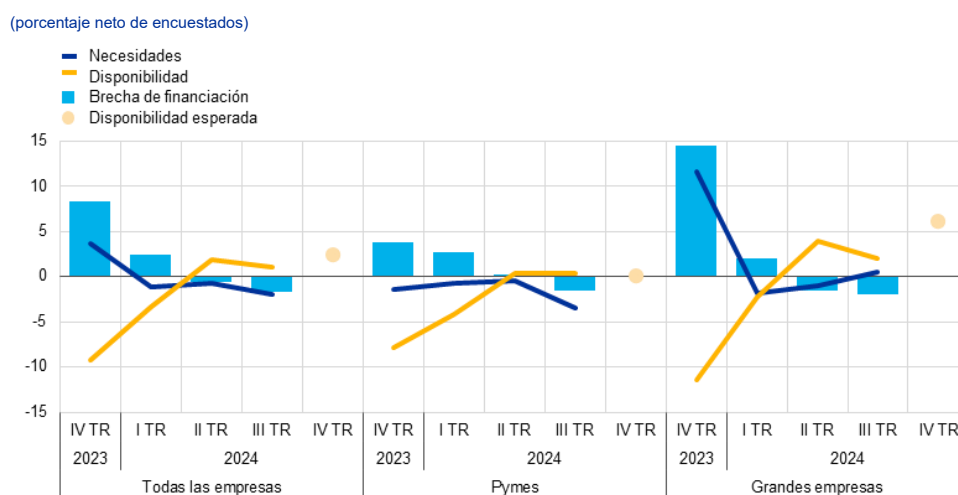
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (**SAFE**, por sus siglas en inglés), las empresas señalaron que la disponibilidad de préstamos bancarios apenas había variado en su conjunto en el tercer trimestre de 2024, y pocas de ellas esperaban un cambio positivo en el cuarto trimestre (gráfico 23). El 1 % neto de las empresas indicaron que la disponibilidad de préstamos bancarios había aumentado en el tercer trimestre de 2024, frente al 2 % en el trimestre anterior. Este ligero descenso del porcentaje neto en comparación con el trimestre previo fue atribuible a las grandes empresas, mientras que las pequeñas y medianas empresas (pymes), en conjunto, indicaron que no se había producido ninguna variación. El 2 % neto de las empresas esperaban que el acceso a los préstamos bancarios mejorara en el cuarto trimestre de 2024. En términos netos, si bien las pymes no anticipaban ningún cambio en la disponibilidad de préstamos, las grandes empresas esperaban una mejora de la financiación externa mediante préstamos.

**Las empresas también señalaron una ligera disminución de la necesidad de préstamos bancarios.** En el tercer trimestre de 2024, un 2 % neto de las empresas, principalmente pymes, indicaron una menor necesidad de préstamos bancarios, mientras que un porcentaje neto reducido de grandes empresas mencionaron un aumento de dicha necesidad. Como consecuencia, la brecha de financiación bancaria —la diferencia estimada entre la variación de la necesidad y la variación de la disponibilidad de préstamos bancarios— era negativa para un 2 % neto de las empresas, siendo esta brecha similar en el caso de las pymes y de las grandes empresas. Si bien estas últimas habían señalado una brecha de financiación negativa muy modesta ya en el segundo trimestre de 2024, las pymes no la indicaron hasta el tercer trimestre.

### Gráfico 23

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



Fuentes: Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.  
 Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. Las cifras se refieren a las ediciones 29.<sup>a</sup> (ronda piloto de octubre a diciembre de 2023) a 32.<sup>a</sup> de la SAFE (junio-septiembre de 2024).

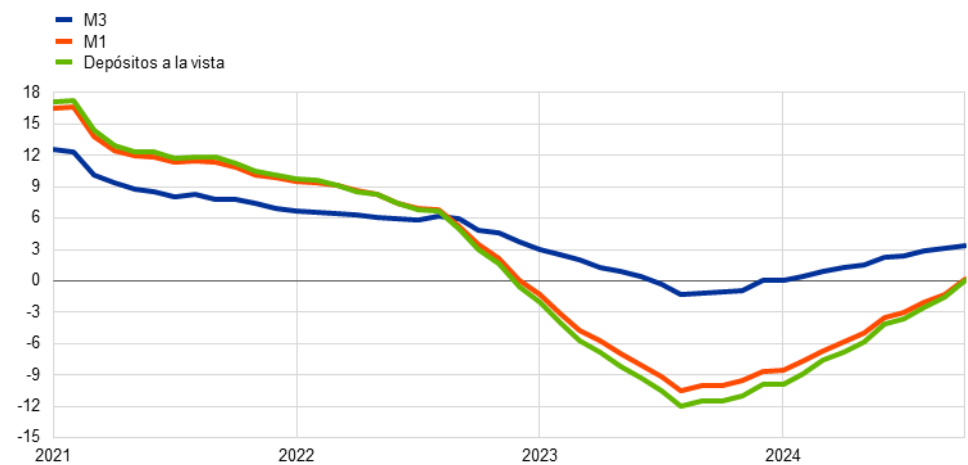
**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro continuó recuperándose, y las entradas netas del exterior siguieron siendo las que más contribuyeron a la creación de dinero.** La tasa de avance interanual de M3 se incrementó hasta el 3,4 % en octubre de 2024, desde el 3,2 % de septiembre (gráfico 24). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los activos más líquidos de M3—, aumentó hasta situarse en el 0,2 % en octubre (la primera tasa positiva desde diciembre de 2022), en comparación con el -1,3 % de septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (un componente de M1) se incrementó hasta el 0,1 % en octubre, frente al -1,6 % de septiembre. Las entradas del exterior continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero, impulsadas principalmente por un abultado superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro. Si bien la

contribución al crecimiento monetario de las compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito también fue significativa, la de los préstamos a hogares y a empresas siguió siendo reducida. No obstante, la contracción continuada del balance del Eurosistema y las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3), en un contexto de finalización gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) hasta finales de 2024, contribuyeron negativamente a la creación de dinero.

## Gráfico 24

### 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 octubre de 2024.

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá desde el 3,6 % del PIB registrado en 2023 hasta el 3,2 % del PIB en 2024 y luego de manera muy gradual hasta el 2,9 % en 2027. Como reflejo, en líneas generales, de esta senda, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca significativamente en 2024, de forma muy marginal tanto en 2025 como en 2026, y después con más intensidad en 2027. Sin embargo, los supuestos y las proyecciones de política fiscal están sujetos a un nivel de incertidumbre inusual<sup>12</sup>. El endurecimiento del tono fiscal en 2024 refleja sobre todo la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación, así como importantes factores no discrecionales, en particular una evolución favorable de los ingresos. El endurecimiento relativamente acusado de la orientación de la política fiscal en 2027 obedece principalmente al supuesto de un descenso del gasto público relacionado con la finalización de la financiación proporcionada en forma de subvenciones del programa Next Generation EU (NGEU). Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde un nivel ya elevado y que no se estabilice hasta el final del horizonte de proyección en cotas cercanas al 89 %. En cuanto a la política fiscal, la Comisión Europea puso en marcha el primer ciclo de coordinación de políticas con arreglo al nuevo marco de gobernanza económica con la publicación de su paquete de otoño el 26 de noviembre. Los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos sus compromisos asumidos en este marco. Ello contribuiría a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento.*

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará gradualmente durante el horizonte de proyección (gráfico 25)<sup>13</sup>.** Aunque el déficit presupuestario de la zona se mantuvo estable en el 3,6 % del PIB en 2022 y 2023, se espera que disminuya hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2024 y que después se reduzca 0,1 puntos porcentuales al año hasta 2027, cuando se prevé que se sitúe en el 2,9 %. La senda prevista refleja sobre todo un saldo primario ajustado de ciclo que irá mejorando progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, pero que seguirá siendo negativo. Sin embargo, esta evolución se verá compensada en parte por el aumento paulatino de los gastos por intereses durante todo el período, debido

<sup>12</sup> Los planes fiscales de algunas de las grandes economías de la zona del euro aún no se han finalizado o se han quedado obsoletos dada la situación política imperante. En Francia, por ejemplo, los supuestos y las proyecciones de política fiscal incluidos en el escenario de referencia se basan en una evaluación de los presupuestos para 2025 y de los planes fiscales a medio plazo del Gobierno del ex primer ministro Michel Barnier. El 4 de diciembre, la Asamblea Nacional francesa aprobó una moción de censura contra el Gobierno y sus planes fiscales, cuyas consecuencias para los presupuestos de 2025 no están claras. En muchos países también se observan riesgos en el escenario de referencia derivados de posibles medidas adicionales, aún por concretar, que tengan que adoptarse para cumplir los requisitos del marco presupuestario revisado de la UE.

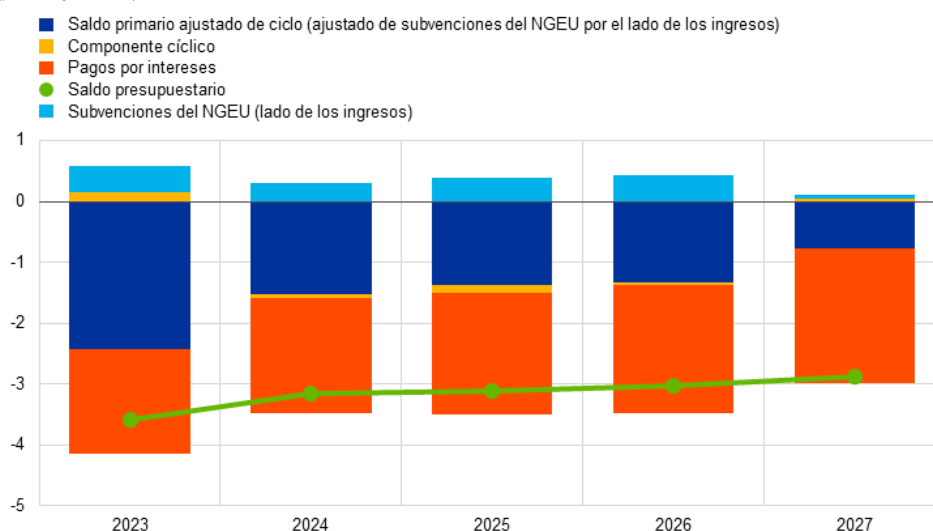
<sup>13</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

a la lenta traslación de las anteriores subidas de los tipos de interés habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana viva. El componente cíclico se mantiene muy reducido y negativo hasta 2027, cuando pasa a ser ligeramente positivo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, el saldo presupuestario se ha revisado ligeramente al alza para 2024 y 2025, pero se mantiene sin variación para 2026.

### Gráfico 25

#### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024.

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

**Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y, con la finalización del programa NGEU, también en 2027<sup>14</sup>.** La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial (de 0,9 puntos porcentuales del PIB) de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024. Ello se debe sobre todo a la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta a los precios de la energía y a la inflación, así como a importantes factores no discrecionales que reflejan una evolución favorable de los ingresos en algunos países. Se prevé que el tono de la política fiscal continúe endureciéndose en los próximos años, aunque solo de forma marginal en 2025 y 2026. En 2025, se espera que el efecto restrictivo de las medidas discrecionales se vea compensado por el dinamismo de la inversión pública y las transferencias fiscales, mientras que la reducción de las medidas discrecionales contribuiría al endurecimiento en 2026.

<sup>14</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta 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.

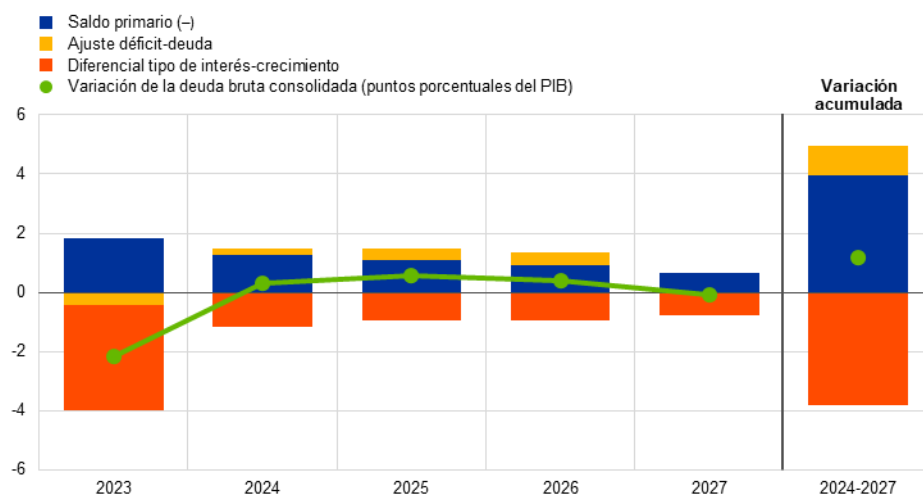
Cuando el programa NGEU concluya en 2027, se espera que la orientación fiscal se endurezca mucho más, 0,6 puntos porcentuales del PIB, principalmente como reflejo del supuesto de un descenso de la inversión pública y de las transferencias fiscales, anteriormente financiadas con subvenciones del NGEU. Como resultado, el tono fiscal se endurecería, en términos acumulados, 1,7 puntos porcentuales del PIB en el horizonte de proyección 2024-2027. En conjunto, no obstante, teniendo en cuenta el importante respaldo fiscal proporcionado desde la pandemia, la orientación de la política fiscal en términos acumulados durante el período 2020-2027 sigue siendo muy acomodaticia.

**Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde un nivel ya elevado y que se estabilice al final del horizonte de proyección (gráfico 26).** La ratio de deuda experimentó un alza significativa durante la pandemia, hasta situarse en torno al 97 % del PIB en 2020, y posteriormente descendió de forma gradual. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, esta mejora está llegando a su fin. Actualmente se espera que la ratio de deuda aumente con lentitud desde el 87,4 % del PIB en 2023 hasta cerca del 88,7 % del PIB en 2027. El incremento previsto a lo largo del horizonte de proyección está impulsado por la persistencia de los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables (negativos).

## Gráfico 26

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024.

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

**El 26 de noviembre, la Comisión Europea puso en marcha el primer ciclo de coordinación de políticas con arreglo al nuevo marco de gobernanza económica con la publicación de su paquete de otoño.** Este paquete contiene la evaluación de la Comisión de los primeros planes estructurales de política fiscal a medio plazo presentados por los Estados miembros de la UE en el contexto del

nuevo marco de gobernanza que entró en vigor el 30 de abril. También incluye la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2025 realizada por la Comisión. Sin embargo, no todos los países de la zona presentaron sus planes presupuestarios a la Comisión, debido principalmente a sus ciclos electorales<sup>15</sup>. Además, en vista de los acontecimientos políticos que se han producido en algunos países, es posible que varios de esos proyectos ya hayan quedado obsoletos. Con todo, los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos los compromisos asumidos en este marco. Ello contribuiría a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento. Para que la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía aumenten, también es de crucial importancia adoptar sin demora políticas estructurales concretas y ambiciosas, basadas en las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y en las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> [Bélgica, Alemania, Lituania y Austria no presentaron su plan estructural de política fiscal a medio plazo](#) a la Comisión, mientras que Bélgica, España y Austria no presentaron el proyecto de plan presupuestario.

<sup>16</sup> Véanse M. Draghi, [«The future of European competitiveness»](#), septiembre de 2024, y E. Letta, [«Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens»](#), abril de 2024

# Recuadros

## 1 ¿Qué factores explican la resistencia de los precios de las acciones en Estados Unidos: la estructura del mercado, las expectativas de beneficios o las primas de riesgo bursátiles?

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu y Toma Tomov

**Las subidas que han experimentado los precios de las acciones en Estados Unidos desde principios de 2023 se han traducido en valoraciones elevadas, en particular en el caso de las denominadas «Siete Magníficas».** Las cotizaciones bursátiles estadounidenses se han revalorizado casi un 60 %, a pesar del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y de numerosas perturbaciones geopolíticas. En cada trimestre de 2024 se han observado rentabilidades interanuales superiores al 20 % (panel a del gráfico A). Las rentabilidades de las acciones con mejor comportamiento bursátil —las de las grandes empresas tecnológicas Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla, a las que suele denominarse las «Siete Magníficas»— han sido significativamente superiores a las del resto, con un alza de aproximadamente el 75 % en 2023 y del 45 % en 2024. Esto ha impulsado sus valoraciones, en términos de la ratio precio-beneficio (PER, por sus siglas en inglés), hasta alrededor de 30, muy por encima de la mediana de las empresas del S&P 500 (que se sitúa en 20) y por encima de la mediana de largo plazo de 17 (panel b del gráfico A)<sup>1</sup>. Si bien las rentabilidades recientes de la mayor parte de las empresas del S&P 500 no han sido tan altas como las que registraron las empresas tecnológicas que dominaban el índice Nasdaq hace 25 años, conviene valorar esta evolución teniendo en cuenta la experiencia del período de las punto-com. Al igual que en ese período, en el que el comportamiento bursátil estuvo impulsado por un entusiasmo generalizado por internet, el comportamiento actual de las empresas tecnológicas se ha visto estimulado por el fuerte optimismo existente en torno a nuevas tecnologías como la inteligencia artificial (IA). Por tanto, los analistas y los comentaristas en medios de comunicación han estado estudiando las similitudes y diferencias entre los dos episodios<sup>2</sup>. En este contexto, en este recuadro se arroja luz sobre los factores que explican la resistencia del mercado de renta variable de Estados Unidos analizando el papel de la estructura del mercado, las expectativas de beneficios y las primas de riesgo bursátiles.

**La capitalización bursátil está ahora mucho más concentrada que en el pasado, incluido también el período de la burbuja punto-com.** Mientras que en

<sup>1</sup> El PER es una métrica habitual de valoración de las acciones que se calcula dividiendo el precio de la acción por el beneficio por acción de la empresa correspondiente. Puede interpretarse como el precio que un inversor paga por unidad de beneficio.

<sup>2</sup> Como ejemplo de publicaciones recientes de algunas instituciones internacionales, véase M. J. Lombardi y G. Pinter, «[The valuations of tech stock: dotcom Redux?](#)», *BIS Quarterly Review*, 16 de septiembre de 2024.

el auge de las punto-com se vieron implicadas numerosas *start-ups* de pequeño tamaño y altamente apalancadas (muchas de las cuales no estaban incluidas en el índice S&P 500, sino en el Nasdaq), el *boom* de la IA se concentra en las empresas más grandes y con mejor comportamiento del S&P 500. A los precios de mercado actuales, las acciones de las «Siete Magníficas» representan alrededor de una tercera parte de la capitalización bursátil total del S&P 500, en comparación con la quinta parte hace cinco años. El papel significativo de estas empresas en las valoraciones del índice y la capitalización bursátil actuales contrasta notablemente con el auge de las punto-com, en el que las siete empresas líderes solo representaban el 17 % de la capitalización de mercado del S&P 500 (aproximadamente la mitad de la cuota actual). Las grandes empresas tecnológicas estadounidenses también tienen más poder de mercado y márgenes empresariales más altos (en torno al 20 %) que la empresa tecnológica media de Estados Unidos a finales de la década de 1990, cuyos márgenes oscilaban entre el 5 % y el 10 %. Además, a diferencia de muchas de las *start-ups* punto-com que dependían del apalancamiento, las «Siete Magníficas» disponen de abundantes reservas de efectivo y un acceso barato a la financiación externa, lo que les permite invertir en investigación y desarrollo, y adquirir empresas y competidores más pequeños<sup>3</sup>. Las barreras de entrada (por ejemplo, los elevados costes fijos de fabricación de chips y de los servicios en la nube, y la ventaja de ser el primero en el desarrollo de grandes modelos de lenguaje —LLM, por sus siglas en inglés— y de motores de búsqueda) ayudan a estas empresas a preservar su cuota de mercado y a captar valor, posiblemente a costa de otras empresas de menor tamaño.

---

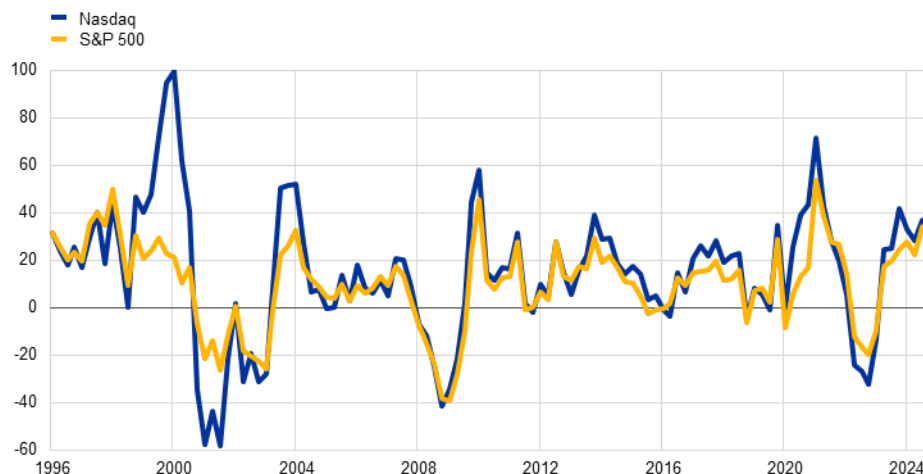
<sup>3</sup> La evidencia procedente de los informes recientes presentados por las «Siete Magníficas» sugiere un aumento de las menciones a fusiones y adquisiciones asociadas a dichas empresas.

## Gráfico A

### Rentabilidad de las acciones y ratios precio-beneficio en Estados Unidos

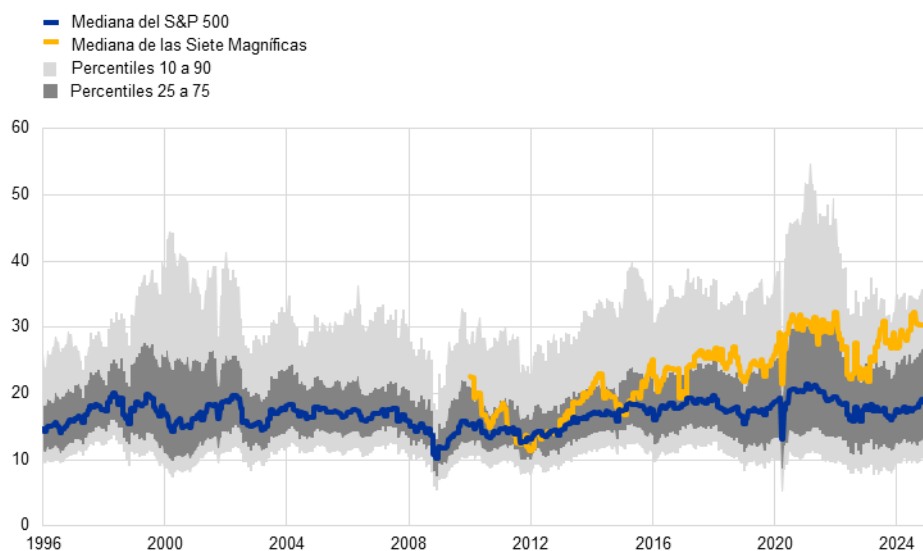
#### a) Rentabilidad de las acciones

(porcentajes)



#### b) Ratios precio-beneficio estimadas

(PER)



Fuentes: Bloomberg, LSEG y cálculos del BCE.

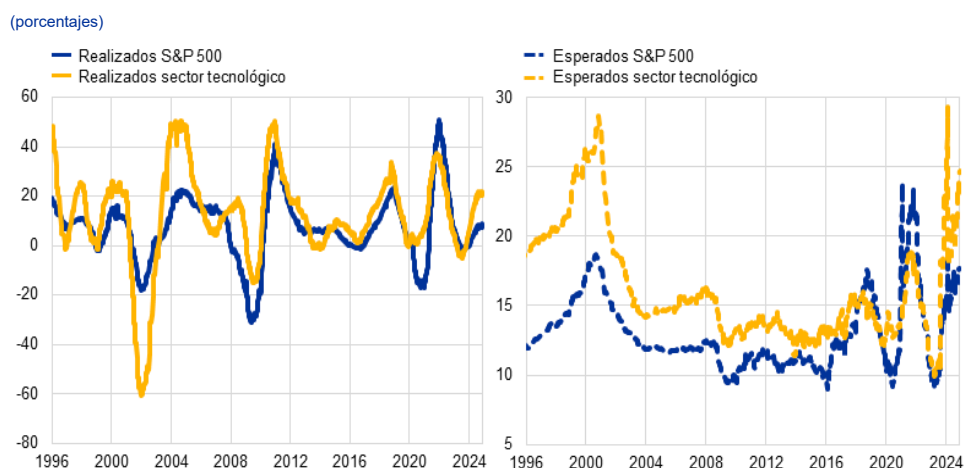
Notas: En el panel a, las líneas indican las rentabilidades interanuales de los índices S&P 500 y Nasdaq (datos a final de cada trimestre). En el panel b, las zonas de color gris señalan los PER estimados en los distintos percentiles de las empresas del S&P 500. Las líneas azules y amarillas corresponden a la mediana del índice S&P 500 y a la mediana de las Siete Magníficas, respectivamente, en los años más recientes. Las últimas observaciones del panel a corresponden al tercer trimestre de 2024 (datos trimestrales). Las últimas observaciones del panel b corresponden al 29 de noviembre de 2024 (datos semanales).

**Los elevados beneficios esperados en el sector tecnológico de Estados Unidos, basados en la esperanza de obtener grandes ganancias de productividad asociadas a la revolución de la IA, han impulsado los precios de sus acciones.** Los valores de las «Siete Magníficas» han registrado beneficios muy elevados en los últimos años, lo que ha alimentado las expectativas de un crecimiento adicional de los beneficios y ha contribuido a que el comportamiento de sus cotizaciones sea mejor que el de otras empresas. Los analistas de mercado esperan que los beneficios del S&P 500 experimenten un avance de dos dígitos en

2025 y 2026, muy por encima de la media de largo plazo (gráfico B). Es posible que estas expectativas se sustenten en los aumentos de productividad relacionados con la IA, ya que las menciones a la IA son cada vez más numerosas en los informes de resultados de las empresas del S&P 500<sup>4</sup>. Sin embargo, desde la perspectiva histórica del mercado en general, el logro de un crecimiento de los beneficios de alrededor del 18 %, como se espera actualmente para el S&P 500 en los próximos años, ha sido relativamente inusual. Por ejemplo, en la burbuja tecnológica de las punto-com en 2000, los beneficios esperados eran igualmente elevados y, si bien los realizados fueron inicialmente significativos, después experimentaron una caída sustancial. Además, debido a los factores estructurales mencionados, la proporción de beneficios atribuibles a la IA que se generarán en el sector empresarial más amplio es incierta.

### Gráfico B

Crecimiento de los beneficios por acción a largo plazo y beneficios de las empresas del S&P 500 y del sector tecnológico



Fuentes: IBES a través de LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento de los beneficios por acción a largo plazo se refiere a la tasa de crecimiento mediana esperada en un período de tres a cinco años. El crecimiento de los beneficios realizados se muestra a lo largo de un año. Las últimas observaciones corresponden al 29 de noviembre de 2024 (datos semanales).

**El análisis de modelos también apunta a que el apetito por el riesgo influyó de forma significativa en la subida de los precios de las acciones en Estados Unidos, con las primas de riesgo bursátiles situadas en los niveles más bajos de varios años.** La información obtenida del modelo de descuento de dividendos de las acciones del S&P 500 y de las empresas tecnológicas pone de manifiesto que el apetito por el riesgo de los inversores ha sido un importante factor impulsor de las cotizaciones. Esta tendencia ha sido particularmente evidente desde 2022, cuando las estimaciones de las primas de riesgo bursátiles cayeron a mínimos de varios años (panel a del gráfico C). Varios factores pueden haber contribuido a los bajos niveles de las primas de riesgo y al amplio apetito por el riesgo, como los avances para reducir la inflación sin signos de recesión o la debilidad de la demanda de

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, el gráfico 19 de la publicación [Corporate Earnings Monitor](#), Fondo Monetario Internacional, 17 de junio de 2024.

protección frente a riesgos de cola<sup>5</sup>. Las primas de riesgo bursátiles han sido especialmente bajas en el sector tecnológico, que incluye algunos de los valores de las «Siete Magníficas». Junto con los fuertes beneficios esperados, los niveles históricamente reducidos de las primas de riesgo fueron el factor determinante de la resistencia de los precios de las acciones en Estados Unidos, incluso cuando los tipos de interés aumentaron de forma acusada (panel b del gráfico C). Tras la declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2023, que implicaba un alejamiento del tono restrictivo de la política monetaria, los tipos de interés frenaron en menor medida las cotizaciones bursátiles.

---

<sup>5</sup> Para un análisis más amplio de los riesgos del mercado de renta variable, véanse el recuadro titulado «[Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2024, y el [capítulo 2.2](#) del *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2024.

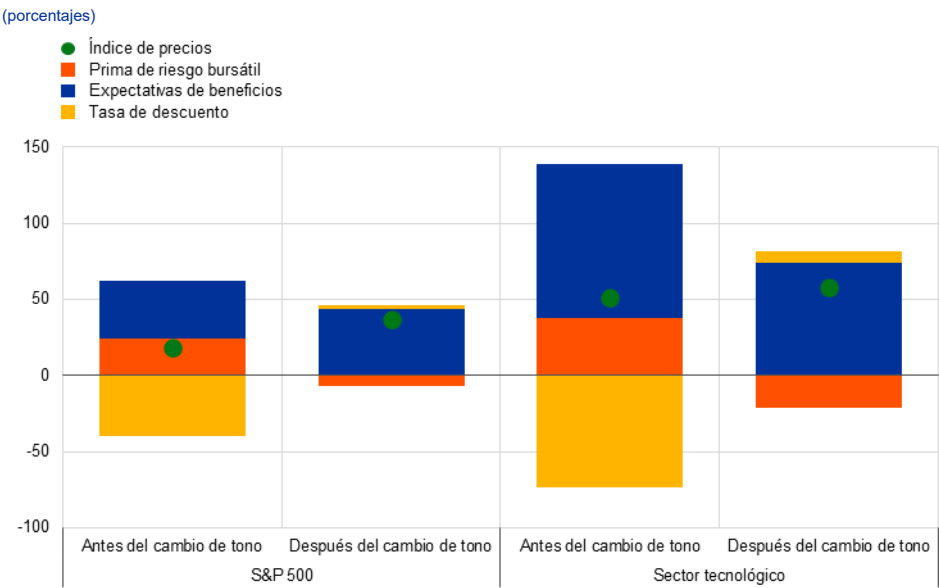
Gráfico C

El papel de las primas de riesgo bursátiles en las valoraciones del S&P 500 y del sector tecnológico

a) Primas de riesgo bursátiles de una selección de sectores del S&P 500



b) Descomposición basada en modelos de la rentabilidad de las acciones desde 2023 para una selección de sectores del S&P 500



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La prima de riesgo bursátil se obtiene utilizando un modelo de descuento de dividendos, un modelo estándar de valoración de acciones utilizado para el seguimiento del mercado de renta variable y la estimación de la prima de riesgo bursátil. Un aumento de esta prima de riesgo significa un incremento de la compensación por el riesgo de tenencia de acciones, que puede interpretarse como una mayor aversión al riesgo. De forma análoga, una reducción de la prima de riesgo puede interpretarse como una disminución de la aversión al riesgo. Para estimar este modelo para el sector tecnológico, el enfoque aplicado se basa también en la metodología desarrollada para el índice general en el artículo titulado «*Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018. El modelo incluye recompras de acciones, descuenta los flujos de caja futuros con tipos de interés a plazos adecuados e incluye tres horizontes de crecimiento de los dividendos esperados. El primer período, «Antes del cambio de tono», se refiere a la variación entre enero de 2023 y la reunión del FOMC de diciembre de 2023. El segundo período, «Después del cambio de tono», se refiere a la variación entre la reunión del FOMC de diciembre de 2023 y las últimas observaciones. Las últimas observaciones corresponden al 29 de noviembre de 2024 (datos semanales).

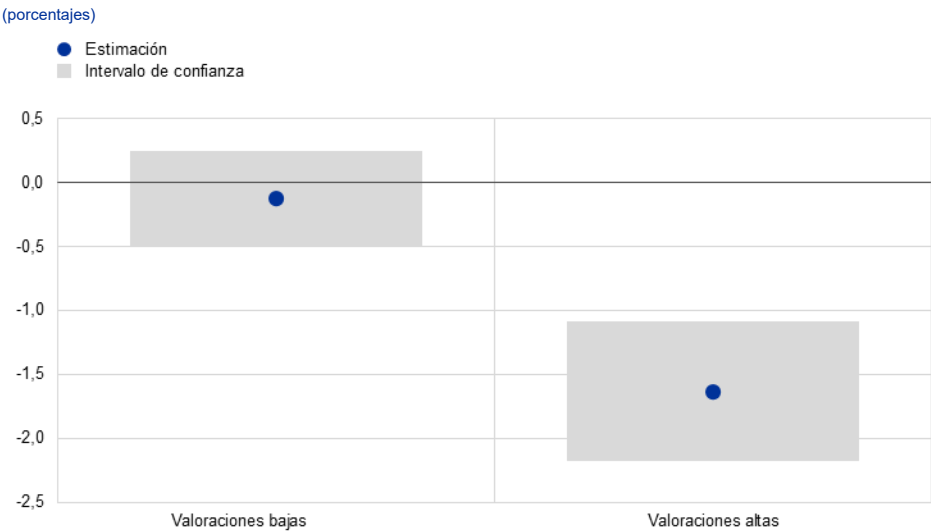
**En vista de las elevadas valoraciones y de la significativa concentración del mercado bursátil, las acciones siguen expuestas a perturbaciones adversas.**

En el entorno actual de cambios en el panorama geopolítico, deuda alta e

incertidumbre sobre los resultados económicos más generales y, en concreto, sobre las ganancias de productividad relacionadas con la IA que se obtendrán en el futuro, podría ser más probable que se produjeran cambios repentinos a un posicionamiento de «aversión al riesgo». La evidencia basada en modelos indica, por ejemplo, que las revisiones a la baja de las perspectivas macroeconómicas pueden tener un impacto mayor en los precios de las acciones en períodos de valoraciones elevadas (gráfico D). Dadas las altas valoraciones actuales y la considerable concentración del mercado bursátil estadounidense, estos riesgos podrían adquirir una relevancia cada vez mayor<sup>6</sup>.

Gráfico D

Respuesta de los precios de las acciones en Estados Unidos a perturbaciones macroeconómicas negativas en el país, por métricas de valoración bursátil



Fuentes: SEG y cálculos del BCE.  
Notas: Funciones de impulso-respuesta de los precios de las acciones en Estados Unidos a perturbaciones macroeconómicas adversas en el país, por métricas de valoración. Las respuestas se estiman aplicando métodos de proyecciones locales con umbrales a los datos diarios, controlando por el índice de sorpresas económicas de Citigroup, y se muestran acumuladas después de una semana. Las perturbaciones macroeconómicas en Estados Unidos se identifican con un modelo diario de vectores autorregresivos bayesianos propuesto por L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, «What drives euro area financial markets developments? The role of US spillovers and global risk», *Working Paper Series*, n.º 2560, BCE, 2021. El período de estimación es de julio de 2005 a agosto de 2024.

<sup>6</sup> Un análisis más detallado de los distintos tipos de perturbaciones adversas y de los componentes de los precios de las acciones sugiere que las expectativas de elevados beneficios pueden amortiguar los efectos sobre las cotizaciones del impacto de perturbaciones inesperadas por aversión al riesgo y de política monetaria, como se muestra en L. Chițu, M. Grothe, T. Schulze e I. Van Robays, «Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraints channel», *Working Paper Series*, n.º 2860, BCE, 2023. Del mismo modo, es probable que las elevadas valoraciones de las acciones impulsadas por los beneficios esperados sean menos vulnerables a perturbaciones por aversión al riesgo o de política monetaria, pero podrían verse afectadas por perturbaciones macroeconómicas adversas.

## Los efectos del régimen de comercio de derechos de emisión en la inversión europea a corto plazo

Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino y Vasileios Kostakis

**En este recuadro se hace balance del impacto del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE UE) en la inversión europea, al tiempo que se realiza un análisis empírico del efecto de la fijación de los precios del carbono en los flujos de inversión domésticos e internacionales.** El RCDE UE ha reducido las emisiones de gases de efecto invernadero, lo que ha generado beneficios a largo plazo para el medio ambiente, la economía europea y la independencia energética de Europa. La evidencia empírica sobre estos beneficios indica que el RCDE también impulsa la inversión verde para reducir la intensidad de carbono de los procesos productivos de las empresas<sup>1</sup>. En comparación con otros instrumentos de política alternativos, el mecanismo de fijación de los precios del carbono ha demostrado ser eficiente para incentivar la adopción de tecnologías bajas en carbono<sup>2</sup>. Por lo tanto, el RCDE es fundamental para reforzar la independencia energética europea de los combustibles fósiles.

**Sin embargo, la manera en que la inversión se ha visto afectada en el corto plazo no es evidente de forma inmediata.** Los beneficios medioambientales podrían obtenerse a costa de una disminución de la inversión, ya que la fijación de los precios del carbono funciona como un impuesto energético para las empresas<sup>3</sup>. También podría desviar la inversión hacia países que no han adoptado una legislación comparable para limitar las emisiones de carbono mediante la fijación de precios o la aplicación de impuestos, proceso que se denomina «fuga de carbono». Al mismo tiempo, podría ofrecer incentivos para que las empresas inviertan en tecnologías verdes, mientras que los ingresos procedentes del RCDE se destinan a estimular la inversión verde a través de programas de la UE como el Fondo de Innovación, el Fondo de Modernización y el componente REPowerEU del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Dado que todavía no existe un consenso claro sobre el efecto en la inversión, investigar cuáles de estas fuerzas han prevalecido hasta ahora ayudaría a ajustar las políticas medioambientales con el fin de limitar el riesgo de fuga de carbono y mitigar los posibles costes económicos.

**En el análisis que se presenta a continuación se examina el impacto de las variaciones del precio del carbono sobre los flujos de inversión internacionales y europeos.** Se realiza una estimación de los efectos de perturbaciones de los precios del carbono en la inversión extranjera directa (IED) en

<sup>1</sup> Véase J. Colmer, R. Martin, M. Muuls y U. J. Wagner, «Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System», *The Review of Economic Studies*, mayo de 2024

<sup>2</sup> Véase Anderson *et al.*, «Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands», *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n.º 108, abril de 2021.

<sup>3</sup> Para un análisis de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición hacia una economía baja en carbono basadas en impuestos, véanse el artículo titulado «[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2023, y D. R. Känzig, «[The unequal economic consequences of carbon pricing](#)», *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n.º 31221, mayo de 2023.

proyectos de nueva planta (*greenfield*) y en la formación bruta de capital fijo a lo largo del tiempo a nivel tanto de países como de sectores. Para identificar estas perturbaciones, las variaciones de los precios de los contratos de futuros de derechos de emisión que se producen en torno a las fechas en que se introducen cambios en la normativa relativa al RCDE se incluyen como un instrumento de un modelo de vectores autorregresivos<sup>4</sup>. Es importante señalar que el análisis se centra en los costes a corto plazo asociados a la fijación de los precios del carbono, mientras que los beneficios a largo plazo del uso de energías más limpias y de la menor dependencia de los combustibles fósiles quedan fuera del ámbito de este recuadro<sup>5</sup>. La muestra abarca de 2003 a 2019 e incorpora el período comprendido entre el anuncio de la aplicación del RCDE y el final de la tercera fase de su implementación. Excluye el período de la pandemia, en el que se produjeron otros tipos de *shocks* importantes que podrían contaminar el análisis, pero incluye las perturbaciones de los precios del carbono asociadas a los anuncios realizados en 2019 sobre futuros cambios en la normativa relativa al RCDE.

**El análisis empírico sugiere que los flujos de IED *greenfield* en Europa se reducen temporalmente cuando los precios del carbono aumentan.** Tras una perturbación de estos precios normalizados para que den lugar a un incremento del 1 % del componente energético del índice de precios industriales (IPRI) —que corresponde a una subida del 25 % de los precios de los futuros del carbono en el momento del impacto—, los flujos de IED *greenfield* europea hacia países de fuera de Europa crecen de forma significativa (panel a del gráfico A)<sup>6</sup>. Además, transcurrido un año, la IED entre países no europeos aumenta. Del mismo modo, las entradas de IED *greenfield* en Europa disminuyen, tanto las procedentes de fuera de Europa como los flujos entre países europeos, y estos últimos siguen descendiendo a medio plazo (panel b del gráfico A). En general, estas reacciones apuntan a que podría producirse un desvío temporal de fondos fuera de Europa cuando los precios del carbono suben<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> Véase D. R. Känzig, *op. cit.*

<sup>5</sup> Se dispone de evidencia de que la adopción del RCDE generó inversiones orientadas a reducir las emisiones de carbono de las empresas a largo plazo sin perjudicar su actividad económica. Véase Anderson *et al.*, *op. cit.*

<sup>6</sup> La perturbación se identifica hasta una escala y un signo utilizando variables instrumentales en un modelo de vectores autorregresivos. Se ha escalado para obtener una lectura inmediata de los resultados. No obstante, la escala hace que su magnitud sea relativamente acusada si se compara con la respuesta media de los precios de los futuros del carbono a modificaciones anteriores de la normativa relativa al RCDE. Por tanto, cabe esperar que el impacto real sobre la IED y la inversión doméstica haya sido considerablemente menor en el pasado.

<sup>7</sup> Véanse J. Böning, V. Di Nino y T. Folger, «[Stop carbon leakage at the border, can EU companies be as green and global competitive?](#)», *The ECB blog*, 1 de junio de 2023, y J. Böning, V. Di Nino y T. Folger, «[Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#)», *Working Paper Series*, n.º 2764, BCE, enero de 2023.

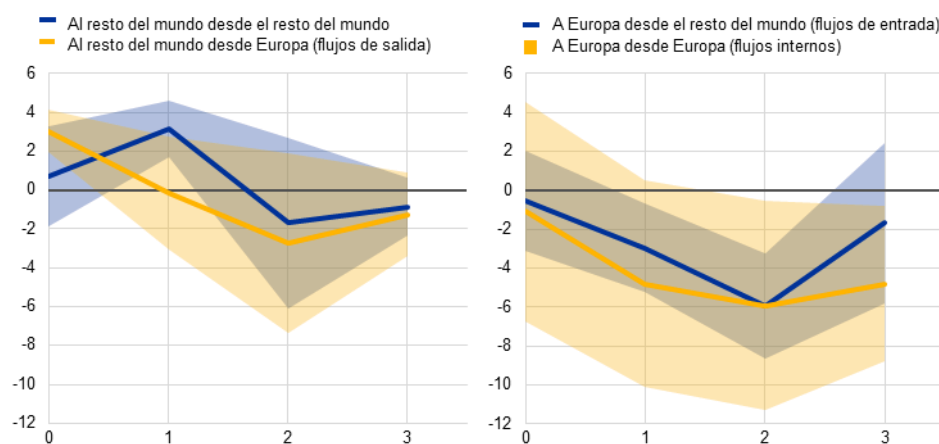
## Gráfico A

### Impacto de una perturbación de los precios del carbono en los flujos internacionales de IED *greenfield*

a) Impacto de una perturbación de los precios del carbono en la IED en el resto del mundo      b) Impacto de una perturbación de los precios del carbono en la IED en Europa

(eje de ordenadas: tasas de variación; eje de abscisas: años tras el impacto)

(eje de ordenadas: tasas de variación; eje de abscisas: años tras el impacto)



Fuentes: Eurostat, FT fDi Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los efectos estimados en los proyectos anunciados de IED *greenfield* generados por una perturbación de los precios del carbono que da lugar a un aumento del 1 % del componente energético del IPRI en el momento del impacto. La muestra abarca el período comprendido entre 2003 y 2019. Dado que el RCDE comenzó a aplicarse en 2005, la serie temporal ampliada no influye sustancialmente en los resultados. La especificación es  $\Delta_h Y_{i,j,t+h} = \alpha_0^h + \beta_h S_t + \Sigma_h X_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,j,t+h}$ , donde  $Y_{i,j,t+h}$  es la variable resultante de interés en el horizonte  $h$  entre los países  $i$  y  $j$ , y  $X_{i,j,t-1}$  incluye un conjunto de variables macroeconómicas de control, incluida la variable dependiente retardada. Las líneas continuas muestran las funciones de impulso-respuesta estimadas, mientras que las áreas sombreadas representan intervalos de confianza del 90 % basados en errores estándar de Driscoll-Kraay robustos a la correlación de la serie y a la dependencia de la sección cruzada.

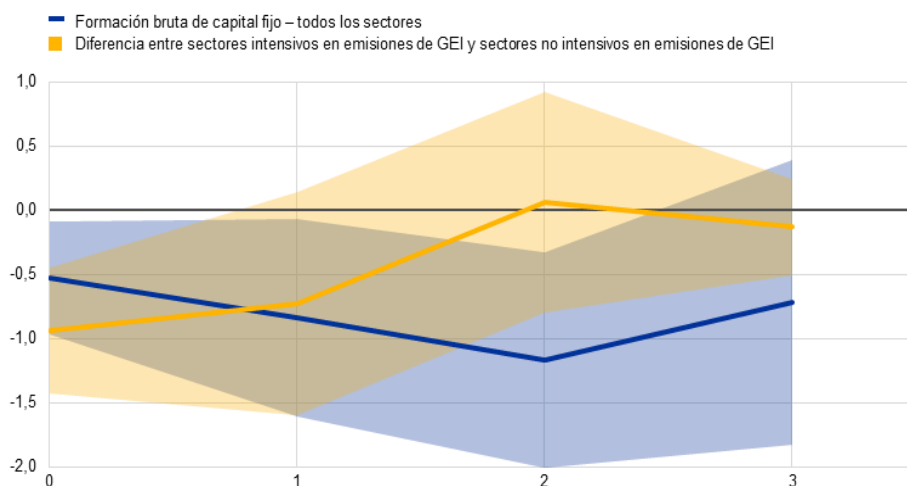
### También parece producirse un efecto adverso en la inversión doméstica en Europa.

En respuesta a una perturbación de los precios del carbono que incrementa en un 1 % el componente energético del IPRI, la formación bruta de capital fijo en la UE disminuye un 0,5 % el primer año, y el descenso acumulado es superior al 1 % al cabo de dos años (gráfico B). No obstante, cabe señalar que el nivel de incertidumbre que rodea a las estimaciones es elevado. Este descenso se debe a que las subidas de los precios del carbono actúan como un impuesto sobre la producción de las empresas y reducen la actividad económica general, superando el aumento de la inversión para reorientar los procesos de producción de las empresas hacia fuentes de energía verde.

## Gráfico B

### Impacto de una perturbación de los precios del carbono en la formación bruta de capital fijo en la UE

(eje de ordenadas: tasas de variación; eje de abscisas: años tras el impacto)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «GEI» se refiere a «gases de efecto invernadero». El gráfico muestra el efecto estimado de una perturbación de los precios del carbono que da lugar a un aumento del 1 % del componente energético del IPRI en el momento del impacto. La especificación es la misma que la descrita en las notas del gráfico A. Los sectores intensivos en emisiones de GEI son aquellos cuyas emisiones (en proporción a su valor añadido) son superiores a la mediana.

**Los sectores con niveles elevados de emisiones de carbono son los más afectados por la perturbación de los precios del carbono<sup>8</sup>.** La disminución de la inversión agregada tiene su origen principalmente en los sectores de la construcción, transporte y manufacturas (gráfico C). Además, aunque las actividades de las industrias extractivas son muy intensivas en carbono, no se han visto afectadas de forma significativa por las perturbaciones de los precios de este elemento, y es muy probable que ello se deba a los derechos de emisión gratuitos otorgados a este sector<sup>9</sup>.

**Estas conclusiones deben considerarse en el contexto de otros estudios que muestran que el RCDE no ha reducido la actividad económica ni ha dado lugar a una fuga de carbono significativa<sup>10</sup>.** De hecho, la disminución de las emisiones de carbono que se ha logrado con el RCDE se atribuye en gran medida a un descenso genuino de las emisiones, más que a desplazamientos de la producción a regiones con una normativa medioambiental más laxa. Además, los ejemplos en Europa muestran que cuando la fijación de los precios del carbono se complementa con un ambicioso apoyo del sector público para desarrollar tecnologías avanzadas,

<sup>8</sup> Los sectores intensivos en emisiones son las ramas de actividad a nivel de dos dígitos con arreglo a la clasificación NACE con emisiones de gases de efecto invernadero (en proporción a su valor añadido) superiores a la mediana.

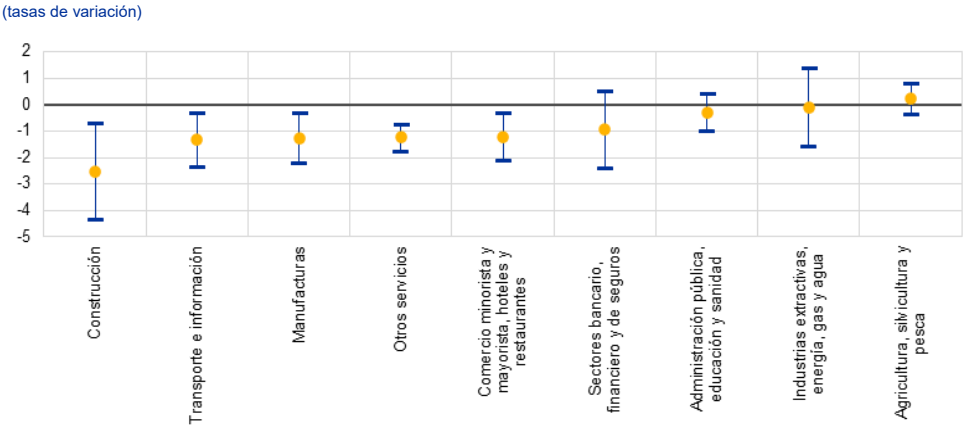
<sup>9</sup> Para conocer resultados similares, véase A. Matzner y L. Steiniger, «Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases», *Working Paper Series*, n.º 2958, BCE, julio de 2024.

<sup>10</sup> Véase Colmer *et al.*, *op. cit.*, que no aportan evidencia de fuga de carbono derivada del RCDE en sus dos fases iniciales, de acuerdo con un análisis basado en datos administrativos de Francia.

pueden reforzarse mutuamente y ser la motivación para invertir en la descarbonización<sup>11</sup>.

Gráfico C

Impacto de una perturbación de los precios del carbono en la formación bruta de capital fijo en la UE, por sectores



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Las líneas verticales muestran el impacto en cada sector. Los grupos siguen la metodología de Känzig, *op. cit.*, que también se utiliza en Matzner y Steiniger, *op. cit.* La especificación de la regresión es la misma que se describe en las notas del gráfico A.

El análisis sugiere que las subidas de los precios del carbono pueden frenar temporalmente la inversión doméstica y desplazar los flujos internacionales de IED fuera de Europa, pero es posible que los beneficios a largo plazo compensen ampliamente estos efectos a corto plazo<sup>12</sup>. Es necesario realizar un análisis más exhaustivo en el que se examinen también los beneficios a largo plazo de lograr la independencia de los combustibles fósiles y mejorar la independencia energética europea. En paralelo a una normativa más estricta en lo que respecta a la cobertura de sectores y los derechos de emisión, la Comisión Europea ha introducido un mecanismo de ajuste en frontera por carbono (CBAM, por sus siglas en inglés) que contribuye a proteger a las empresas europeas de la posible competencia desleal de otros países y a restablecer la igualdad de condiciones aplicando a los importadores de la UE un precio proporcional a las emisiones generadas en los procesos de producción en el extranjero<sup>13</sup>. Junto con las políticas complementarias que se están debatiendo actualmente, estas medidas sostendrán la futura capacidad productiva de Europa y su competitividad exterior<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Véase Anderson *et al.*, *op. cit.*  
<sup>12</sup> Los efectos sobre la inversión y los flujos de IED *greenfield* son considerables, pero están en línea con la literatura actual que, al igual que este recuadro, tiene en cuenta la cuarta fase de aplicación del RCDE asociada a los cambios en la normativa anunciados durante la tercera fase. Entre los ejemplos de estos anuncios cabe citar la modificación del Reglamento sobre Subastas de Derechos de Emisión y la adopción de la Decisión Delegada sobre la lista de fuga de carbono para el período 2021-2030.  
<sup>13</sup> Para más información, véase la página web del [CBAM](#).  
<sup>14</sup> Véase G. Bijnens, C. Duprex y J. Hutchinson, «Obstacles to the greening of energy-intensive industries», *The ECB Blog*, 17 de septiembre de 2024.

## ¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?

Malin Andersson, Alina Bobasu y Roberto A. De Santis

**Aunque la incertidumbre desempeña un papel destacado en muchas decisiones económicas, no es directamente medible, por lo que su impacto preciso es difícil de calibrar.** En épocas de elevada incertidumbre, los hogares y las empresas pueden aplazar o cancelar planes de gasto e inversión, lo que a su vez frena la actividad económica<sup>1</sup>. Dado que la incertidumbre no se puede observar de forma directa, en este recuadro se analizan señales recientes procedentes de distintos indicadores (*proxies*), que se clasifican en dos categorías: los directamente asociados a la situación económica a corto plazo y los que reflejan cuestiones de política a más largo plazo. También se examinan las implicaciones de estos indicadores para las principales variables macroeconómicas.

**Para hacer un seguimiento de la incertidumbre sobre la situación económica a corto plazo se suele utilizar una combinación de indicadores estadísticos, de opinión y financieros.** Un indicador clave para la zona del euro es el índice de incertidumbre macroeconómica elaborado por Jurado *et al.*, que define la incertidumbre como la volatilidad de los errores de predicción a tres meses vista de una amplia variedad de indicadores económicos<sup>2</sup>. Otro es el desacuerdo en las proyecciones de Consensus Economics, que capta la dispersión de las predicciones a un año vista relativas al PIB real, la producción industrial, el consumo privado y el crecimiento de la inversión privada, así como la inflación medida por el IAPC y los tipos de interés a largo plazo. Además, el indicador de incertidumbre económica de la Comisión Europea basado en encuestas refleja la dificultad que supone para los gestores de empresas y los consumidores hacer predicciones sobre la situación de su empresa y las finanzas de los hogares. Por último, el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) es un indicador de tensiones financieras desarrollado por el BCE, que se elabora con diversas variables financieras basadas en el mercado procedentes de numerosos segmentos del sistema financiero.

**También existen indicadores de incertidumbre relacionados con cuestiones de política económica a más largo plazo.** Uno de ellos es el índice de incertidumbre sobre las políticas económicas de la zona del euro basado en noticias, que realiza un seguimiento de la frecuencia con la que se mencionan palabras específicas relacionadas con la incertidumbre acerca de las políticas económicas en artículos de

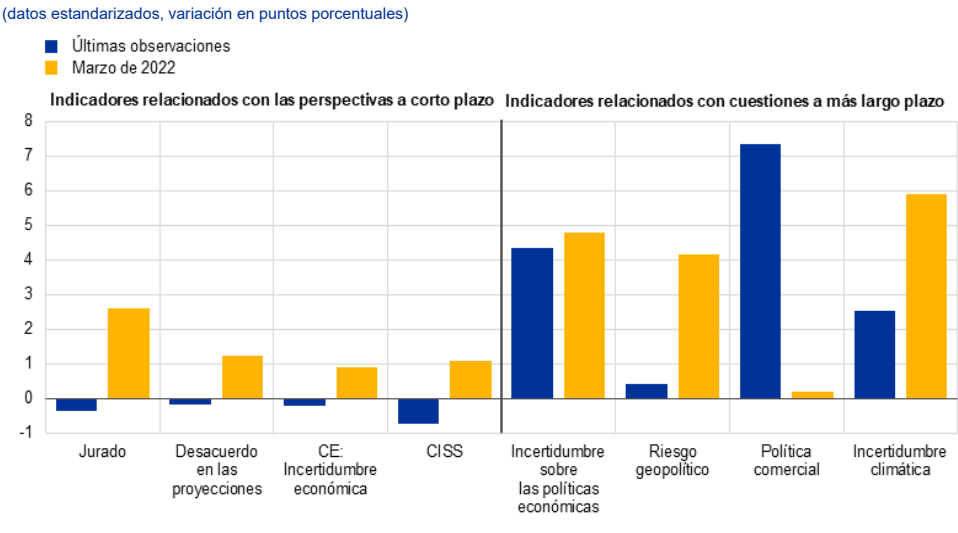
<sup>1</sup> Algunos tipos de incertidumbre, como la relacionada con el reciente repunte de la inversión en inteligencia artificial, también pueden aumentar la inversión y la actividad económica (véase S. C. Ludvigson, S. Ma y S. Ng, «[Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#)», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, n.º 4, 2021, pp. 369-410).

<sup>2</sup> K. Jurado, S. C. Ludvigson y S. Ng, «[Measuring uncertainty](#)», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216 y C. Scotti, «[Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pp. 1-19.

prensa. Otros tres indicadores basados en textos muestran la incertidumbre en torno a la geopolítica y a las políticas comerciales y climáticas<sup>3</sup>.

En la actualidad, los indicadores que reflejan la preocupación acerca de la situación económica a corto plazo muestran niveles relativamente bajos de incertidumbre, mientras que los relativos a políticas a más largo plazo presentan niveles más elevados (gráfico A). Aunque todos estos indicadores alcanzaron su máximo durante la invasión rusa de Ucrania, desde entonces, los relacionados con las perspectivas a corto plazo han retornado a sus medias históricas<sup>4</sup>. En cambio, la mayor parte de los indicadores de incertidumbre relacionados con políticas siguen estando significativamente por encima de sus medias históricas, lo que refleja la actual polarización política, la futura regulación y la transición energética mundial<sup>5</sup>.

Gráfico A  
Indicadores de incertidumbre



Fuentes: Jurado *et al.*<sup>1)</sup>, Consensus Economics, Comisión Europea, Baker *et al.*<sup>2)</sup>, Caldara *et al.*<sup>3)</sup>, Caldara *et al.*<sup>4)</sup>, Gavrilidis<sup>5)</sup> y cálculos del BCE.

Notas: Las series se han normalizado para la muestra 1999-2019 con la excepción de la serie sobre incertidumbre económica de la Comisión Europea, que se normaliza para el período comprendido entre abril de 2019 y septiembre de 2024 dada la disponibilidad limitada de la muestra. La incertidumbre sobre las políticas económicas es la media ponderada de los indicadores normalizados de cada uno de los siguientes países: Alemania, Francia, Italia y España. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024 para Jurado y para la incertidumbre climática, a octubre de 2024 para el desacuerdo en las proyecciones y a noviembre de 2024 para la incertidumbre económica de la Comisión Europea (CE), el CISS, la incertidumbre sobre las políticas económicas, el riesgo geopolítico y la política comercial.

1) K. Jurado, S. C. Ludvigson y S. Ng, «Measuring Uncertainty», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, marzo de 2015.

2) S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *Working Papers*, n.º 21633, National Bureau of Economic Research, octubre de 2015.

3) D. Caldara y M. Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2021, pp. 1194-1225.

4) D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo, «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», *International Finance Discussion Papers*, n.º 1256, septiembre de 2019.

5) K. Gavrilidis, «Measuring Climate Policy Uncertainty», University of Stirling, mayo de 2021.

<sup>3</sup> Para más información sobre la metodología empleada, véanse S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636, y K. Gavrilidis, «Measuring Climate Policy Uncertainty», University of Stirling, mayo de 2021.

<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «El impacto de la invasión rusa de Ucrania sobre la actividad de la zona del euro a través del canal de la incertidumbre», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

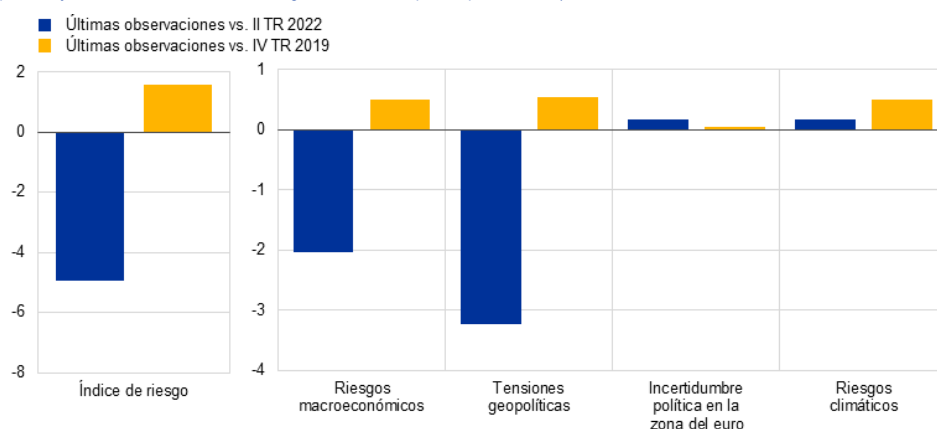
<sup>5</sup> La incertidumbre sobre las políticas económicas ha sido especialmente elevada en Alemania y Francia.

Asimismo, un índice de riesgo elaborado a partir de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) sugiere que la percepción de riesgos correspondiente a muchas de las incertidumbres mencionadas anteriormente ha disminuido con respecto a los máximos alcanzados en la primavera de 2022, pero se mantiene por encima de los niveles previos a la pandemia (gráfico B)<sup>6</sup>. El índice mide la contribución de una serie de riesgos específicos en porcentaje de todos los riesgos mencionados en los *earnings calls* de empresas cotizadas de la zona del euro<sup>7</sup>. Aunque los riesgos no pueden asignarse con exactitud a las categorías de incertidumbre mostradas anteriormente, este índice de riesgo corrobora la conclusión de que la percepción de riesgos correspondiente a varias incertidumbres percibidas ha retrocedido de forma acusada con respecto a los máximos observados en la primavera de 2022. Mientras tanto, las tensiones geopolíticas y el clima siguen siendo motivo de gran preocupación.

### Gráfico B

Índice de riesgo elaborado a partir de *earnings calls*

(porcentaje de todas las menciones a riesgos; variación en puntos porcentuales)



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: «Riesgos macroeconómicos» se refiere a las menciones relacionadas con los riesgos derivados de la cadena de suministro y con las condiciones de financiación; «Tensiones geopolíticas» hace referencia a las tensiones geopolíticas en Ucrania y en Oriente Próximo; «Incertidumbre política en la zona del euro» indica los riesgos políticos en la zona del euro en su conjunto o en países de la zona, y «Riesgos climáticos» refleja las menciones de palabras como «carbono», «clima» y «política». Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

Un aumento de la incertidumbre suele asociarse a un descenso del PIB real y a un impacto negativo más intenso en la inversión empresarial que en el consumo (gráfico C). Para investigar las implicaciones del incremento de la incertidumbre, se estiman modelos de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2024<sup>8</sup>. Los modelos incorporan el PIB real, el consumo privado y la

<sup>6</sup> Aunque se observa comovimiento, los indicadores de «incertidumbre» son distintos de los indicadores de «riesgo» en el sentido de que la incertidumbre se genera cuando la información para prever la evolución es insuficiente o no está disponible, mientras que el riesgo se asocia a la probabilidad de que se produzca un evento económico concreto.

<sup>7</sup> Para más detalles sobre la metodología, véase el recuadro titulado «*Earnings calls: ¿qué podemos aprender del sentimiento de las empresas y de su percepción de riesgos?*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2024.

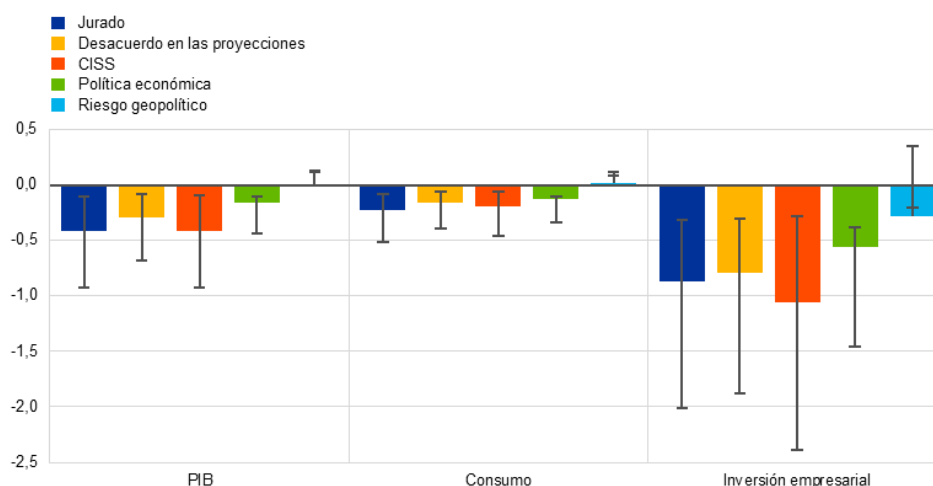
<sup>8</sup> La estimación se corrige en consonancia con Lenza y Primiceri (2022) para tener en cuenta las disrupciones económicas singulares causadas por la pandemia de COVID-19; véase M. Lenza y G. E. Primiceri, «How to estimate a vector autoregression after March 2020», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, 2022, pp. 688-699.

inversión empresarial, el deflactor del PIB y uno de los indicadores de incertidumbre (riesgo) en cada iteración<sup>9</sup>. Los resultados sugieren que, en todos los indicadores —con la excepción del riesgo geopolítico—, los aumentos de la incertidumbre se asocian a una disminución del PIB real, del consumo privado y de la inversión empresarial, y esta última se reduce mucho más que el consumo<sup>10</sup>.

## Gráfico C

### Impacto de los incrementos observados en los indicadores de incertidumbre

(desviación porcentual respecto a la tendencia)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los modelos BVAR incorporan el PIB real, el consumo, la inversión empresarial, el deflactor del PIB y uno de los indicadores de incertidumbre (riesgo) en cada iteración. Los modelos se estiman para un período trimestral, desde el primer trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre de 2024, y la identificación se basa en una «descomposición Cholesky» en la que el indicador de incertidumbre está ordenado como primera variable (es decir, más exógena). No obstante, los resultados también son robustos en lo que respecta a sus implicaciones adversas para la actividad económica cuando el indicador de incertidumbre está ordenado como última variable (es decir, más endógena). El aumento de la incertidumbre refleja un incremento de una desviación típica en el indicador de incertidumbre. Los resultados que se presentan en el gráfico se refieren a los efectos después de cuatro trimestres. Las líneas verticales hacen referencia a intervalos creíbles del 68 %.

**La incertidumbre sobre la situación económica a corto plazo no parece haber afectado de forma acusada a la actividad económica hasta la fecha, pero es probable que la incertidumbre relativa a cuestiones de política a más largo plazo siga siendo relevante.** Aunque la incertidumbre derivada de los indicadores económicos a corto plazo se ha frenado recientemente en comparación con los máximos alcanzados en períodos anteriores, es probable que la incertidumbre en torno a las políticas económicas siga siendo elevada, como reflejo del carácter persistente y cambiante de las políticas internas. En consecuencia, se espera que la incertidumbre en torno a las cuestiones de política continúe lastrando la actividad económica, en particular la inversión empresarial, en los próximos trimestres.

<sup>9</sup> Dado que los indicadores de incertidumbre relativa a las políticas comerciales y climáticas están relacionados con áreas específicas directamente expuestas a las fluctuaciones del comercio y a la política medioambiental, en este recuadro no se investigan sus implicaciones más amplias para la actividad económica. Al mismo tiempo, el índice de riesgo no se incluye en el ejercicio empírico debido a su corto período muestral.

<sup>10</sup> Véanse también R. A. De Santis y W. Van der Veken, «Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation», *Working Paper*, n.º 2727, BCE, 2022, y A. Bobasu, L. Quaglietti y M. Ricci, «Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area», *IMF Economic Review*, Fondo Monetario Internacional, vol. 72, n.º 2, 2024, pp. 820-857.

## Factores que explican la elevada tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro

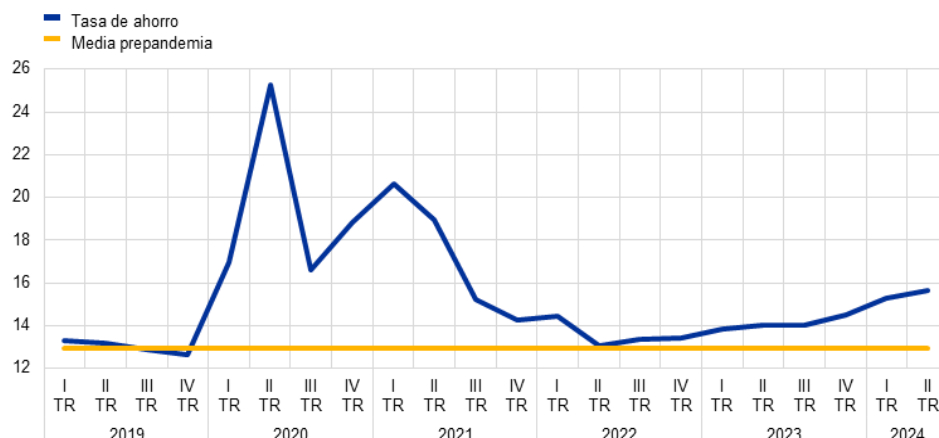
Alina Bobasu, Johannes Gareis y Grigor Stoevsky

**Tras registrar un fuerte incremento asociado a la pandemia en 2020, la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro descendió hasta situarse en la media prepandemia a mediados de 2022, pero desde entonces ha vuelto a repuntar de manera apreciable.** La tasa de ahorro desestacionalizada de los hogares de la zona del euro, según las cuentas sectoriales trimestrales de Eurostat, aumentó de forma acusada tras la irrupción de la pandemia de COVID-19<sup>1</sup>. Este aumento se debió principalmente a los confinamientos impuestos para contener la propagación del virus, que frenaron el consumo, al tiempo que las medidas públicas contribuyeron a sostener la renta disponible<sup>2</sup>. La tasa de ahorro volvió a situarse en su media anterior a la pandemia en 2022, cuando gran parte de las restricciones ya se habían retirado (gráfico A). Sin embargo, ha vuelto a elevarse en los dos últimos años, mientras que el gasto en consumo ha mantenido un tono débil. En este recuadro se analizan los principales factores económicos que explican este incremento reciente de la tasa de ahorro y se estudian las implicaciones a corto plazo para el consumo privado.

### Gráfico A

#### Tasa de ahorro de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. La media anterior a la pandemia se calcula para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019.

**El intenso crecimiento de la renta ha contribuido al alza reciente de la tasa de ahorro de los hogares.** La renta real de los hogares ha crecido un 3,8 % en los dos últimos años, gracias al fuerte avance de los componentes tanto salariales como no

<sup>1</sup> El BCE y Eurostat elaboran conjuntamente las cuentas sectoriales trimestrales (QSA, por sus siglas en inglés) de la zona del euro.

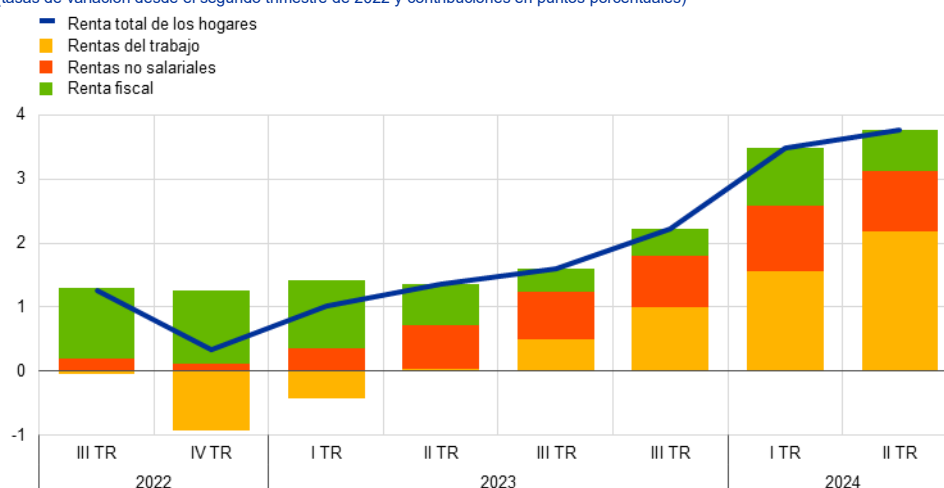
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

salariales (gráfico B). El aumento de las rentas no salariales, que incluyen las rentas del trabajo por cuenta propia, los ingresos netos por intereses, los dividendos y los alquileres, es especialmente favorable para el ahorro<sup>3</sup>. Ello se debe al hecho de que las rentas no salariales se concentran principalmente en los hogares más ricos, que ahorran más, en general, que los más pobres<sup>4</sup>. Además, la política fiscal también ha impulsado el crecimiento de la renta real desde el tercer trimestre de 2022, lo que puede atribuirse en gran parte a las medidas discrecionales adoptadas para mitigar el impacto de la perturbación de los precios energéticos, incluido un sustancial apoyo a las rentas de carácter no focalizado. El hecho de que los hogares más ricos se hayan visto beneficiados también por estas medidas y consuman una proporción menor de sus ingresos también puede haber contribuido a elevar la tasa de ahorro<sup>5</sup>.

## Gráfico B

### Evolución de la renta real de los hogares

(tasas de variación desde el segundo trimestre de 2022 y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Las rentas del trabajo se calculan como la remuneración de los asalariados, y las rentas no salariales incluyen rentas del trabajo por cuenta propia, ingresos netos por intereses, dividendos y alquileres; la renta fiscal se mide como un residuo. Para obtener valores reales, todos los componentes de la renta de los hogares se deflactan utilizando el deflactor del consumo privado de las cuentas nacionales.

**Aunque la renta de los hogares ha registrado un aumento sustancial en los dos últimos años, este sector ha mantenido la prudencia en el gasto.** Tras el repunte pospandemia, el crecimiento del consumo privado real se debilitó notablemente en el contexto de la escalada de la inflación y del subsiguiente endurecimiento de la política monetaria. El repunte de la inflación estuvo impulsado en gran medida por el fuerte ascenso de los precios de la energía y de los alimentos, que se tradujo en una disminución relativamente acusada del consumo de estos bienes<sup>6</sup>. Las subidas posteriores de los tipos de interés estimularon el

<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «[Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, K. Bańkowska *et al.*, «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, N.º 287, BCE, diciembre de 2021.

<sup>5</sup> Véase el artículo titulado «[Fiscal policy and high inflation](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

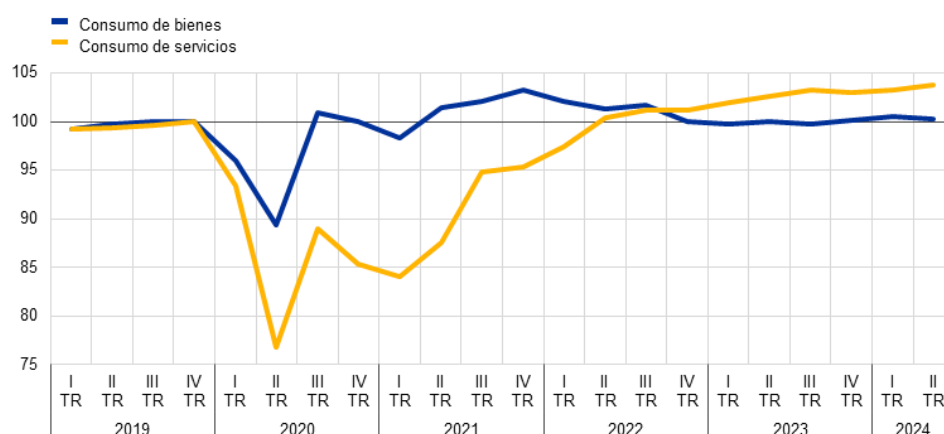
<sup>6</sup> Véanse los recuadros titulados «[El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, y «[¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024.

ahorro y es probable que frenaran más el consumo de bienes que el de servicios. El consumo de bienes duraderos se vio particularmente afectado, dado que es más sensible a los tipos de interés que el consumo de servicios<sup>7</sup>. En conjunto, el consumo de bienes volvió a caer por debajo del nivel previo a la pandemia a principios de 2023 y se ha estancado en buena medida en los dos últimos años. Al mismo tiempo, el consumo de servicios ha seguido creciendo, aunque a un ritmo más moderado (gráfico C).

### Gráfico C

#### Consumo real de bienes y servicios por parte de los hogares

(IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. El consumo de bienes y el consumo de servicios se basan en la agregación de los datos disponibles sobre el consumo real de los hogares por finalidad.

#### Con la escalada de la inflación, la riqueza real neta de los hogares se redujo en los dos últimos años, de modo que los incentivos para reconstruirla aumentaron.

La riqueza neta de los hogares, que incluye activos inmobiliarios, depósitos y bonos y acciones, menos pasivos, creció considerablemente a raíz de la crisis pandémica, gracias a la acumulación del ahorro relacionado con la pandemia. Una vez superada, la riqueza neta de las familias siguió incrementándose en términos nominales, aunque a un ritmo más moderado (gráfico D)<sup>8</sup>. En términos reales, sin embargo, comenzó a disminuir en 2022 y retrocedió hasta su nivel prepandemia a lo largo de 2023. Es probable que esta disminución haya contribuido al aumento reciente de la tasa de ahorro de los hogares, al incrementar sus incentivos para reconstruir su riqueza real neta<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

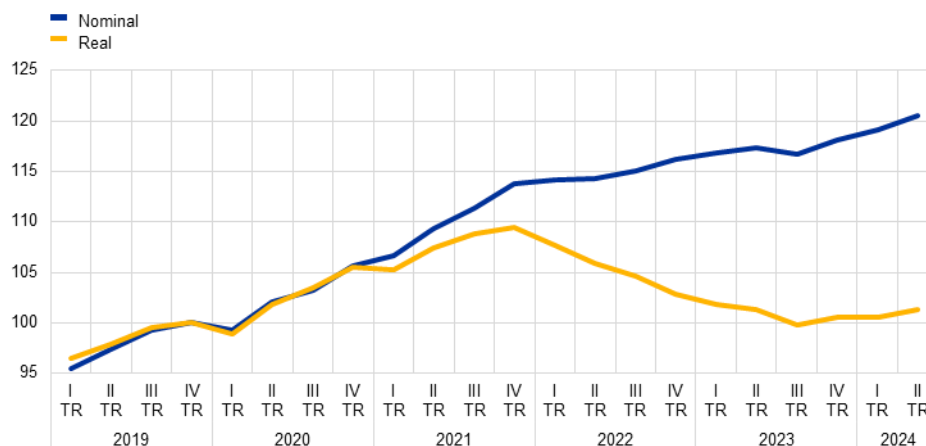
<sup>8</sup> Véase el recuadro titulado «Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption», *Winter 2024 Economic Forecast*, Comisión Europea, 2024.

<sup>9</sup> Para un análisis detallado del impacto de la inflación y de la política monetaria en la distribución de la riqueza, véase el artículo titulado «Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

## Gráfico D

### Riqueza neta de los hogares

(IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Nota: Para obtener valores reales, la riqueza neta de los hogares se deflacta utilizando el deflactor del consumo privado de las cuentas nacionales.

**Un modelo de series temporales para el consumo de los hogares que utiliza sus determinantes macroeconómicos habituales ayuda a arrojar más luz sobre los factores económicos que explican el aumento reciente de la tasa de ahorro.** Un modelo de corrección del error en forma reducida combina dinámicas tanto a largo como a corto plazo para explicar el crecimiento intertrimestral del consumo<sup>10</sup>. El nivel de consumo real de los hogares está determinado, a largo plazo, por su nivel de renta real y su riqueza real neta, así como por los tipos de interés reales. A corto plazo, otros factores cíclicos, como la confianza de los consumidores, que refleja el ahorro por motivos de precaución, también contribuyen a explicar la dinámica del consumo. El modelo descompone las variaciones de la tasa de ahorro de los hogares en cuatro factores —renta, riqueza, tipos de interés y confianza de los consumidores—, tomando como dado el crecimiento de la renta real de los hogares<sup>11</sup>.

**La evidencia empírica sugiere que el aumento de las rentas reales y los elevados tipos de interés reales, unidos a efectos riqueza real negativos, han impulsado al alza el ahorro de los hogares en los dos últimos años.** Según los resultados del modelo, el avance de la tasa de ahorro de los hogares entre el segundo trimestre de 2022 y el mismo trimestre de 2024 puede atribuirse, en gran medida, a efectos renta, dado que el consumo de este sector no se ajustó inmediatamente al fuerte incremento de las rentas reales. Los efectos tipo de interés y los efectos riqueza también desempeñaron un papel importante (gráfico E). Al

<sup>10</sup> Véase también G. de Bondt, A. Gieseck, P. Herrero y Z. Zekaite, «Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries», *Working Paper Series*, n.º 2343, BCE, diciembre de 2019.

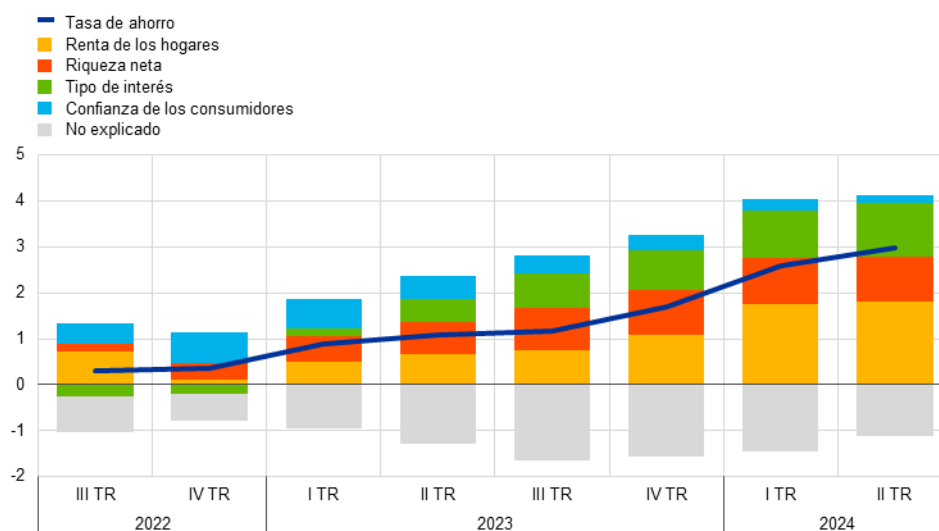
<sup>11</sup> Los parámetros del modelo se estiman utilizando datos del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el último trimestre de 2019. Para obtener valores reales, la renta y la riqueza neta de los hogares se deflactan utilizando el deflactor del consumo privado de las cuentas nacionales. El tipo de interés real se mide por el euríbor a tres meses ajustado por la tasa de inflación interanual del índice de precios de consumo esperada obtenida de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, que se proyecta retroactivamente para el período que falta (primer trimestre de 1999-último trimestre de 2003) utilizando la tasa de inflación interanual medida por el IAPC observada. La confianza de los consumidores se expresa en desviaciones respecto a su media a largo plazo anterior a la pandemia.

mismo tiempo, los motivos de precaución tuvieron igualmente un impacto positivo en el ahorro, sobre todo en 2022 tras la invasión rusa de Ucrania, que se tradujo en una caída de la confianza de los consumidores. Con todo, la relevancia de estos motivos parece haber disminuido, ya que la confianza de los consumidores se ha ido recuperando gradualmente del desplome que registró en la segunda mitad de 2022<sup>12</sup>. Por último, la variación de la tasa de ahorro en los dos últimos años no puede explicarse íntegramente por los factores antes mencionados, pues la parte no explicada de la descomposición apunta a factores no modelizados que, conjuntamente, han lastrado el avance de la tasa de ahorro desde mediados de 2022. Sin embargo, esta perspectiva agregada oculta el hecho de que el aumento del ahorro en los tres últimos trimestres fue mayor de lo esperado anteriormente y de lo que sugiere el modelo. Es muy probable que esta discrepancia refleje una inercia más fuerte del consumo y un ajuste más gradual del gasto de los hogares a su creciente poder adquisitivo y a la disminución de las perturbaciones negativas de lo que implican las regularidades históricas<sup>13</sup>.

### Gráfico E

#### Contribuciones a la variación de la tasa de ahorro de los hogares: descomposición basada en un modelo

(variación en puntos porcentuales desde el segundo trimestre de 2022 y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra las contribuciones de la renta real de los hogares, la riqueza real neta, los tipos de interés reales y la confianza de los consumidores a las variaciones acumuladas de la tasa de ahorro de los hogares desde el segundo trimestre de 2022, a partir de un modelo estimado de corrección del error para el crecimiento del consumo privado y tomando como dado el crecimiento de la renta real de los hogares.

**De cara al futuro, es probable que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga en niveles elevados a corto plazo, aunque debería descender por debajo de su nivel actual más adelante.** Dado que es probable que los principales factores determinantes —el aumento de las rentas reales, los altos tipos de interés

<sup>12</sup> Véase el recuadro titulado «Causas de la persistencia del pesimismo de los hogares de la zona del euro y sus implicaciones para el consumo privado», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

<sup>13</sup> Otro factor que no se incluye en el modelo y que puede haber contribuido a las altas tasas de ahorro observadas recientemente está relacionado con la elevada incertidumbre existente en torno a cuestiones de política a más largo plazo; véase el recuadro titulado «¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?» en este *Boletín Económico*.

reales y los incentivos para reconstruir la riqueza real— persistan durante algún tiempo, la tasa de ahorro debería mantenerse elevada a corto plazo, aunque algo por debajo de su máximo más reciente, debido en parte a la moderación de los tipos de interés. Se espera que la probable caída de la tasa de ahorro, junto con el fuerte crecimiento sostenido de las rentas reales del trabajo, contribuyan al dinamismo del consumo privado.

## Transmisión de la política monetaria a la inflación de los bienes y de los servicios: una perspectiva granular

Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka y Catalina Martínez Hernández

**La política monetaria afecta a los precios de consumo a través de diversos canales, pero su impacto, en términos tanto de velocidad como de magnitud, varía según las categorías de consumo.** El repunte de la inflación después de la pandemia fue resultado de una combinación de perturbaciones sin precedentes, que incluyeron disrupciones en las cadenas de suministro, *shocks* energéticos y un aumento de la demanda embalsada tras la reapertura de la economía. El BCE respondió con contundencia revirtiendo la orientación acomodaticia de la política monetaria que había respaldado la economía a lo largo de la pandemia y situándola en terreno restrictivo. El proceso general de desinflación posterior fue reflejo de la desaparición progresiva de las perturbaciones de oferta y de la eficacia de la política decidida de subidas acusadas de los tipos de interés. Al mismo tiempo, dicho proceso desinflacionista estuvo acompañado de una dinámica persistente de la inflación subyacente, definida como el Índice Armonizado de Precios de Consumo, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En este recuadro se analiza la heterogeneidad en la transmisión de las perturbaciones de política monetaria a la inflación de la zona del euro, centrando la atención en el comportamiento dispar de los precios individuales de los bienes y servicios incluidos en el IAPCX. El foco en este índice proporciona información considerable sobre la evolución de un componente de la inflación que se considera que suele captar dinámicas más persistentes.

**La evaluación de la transmisión de la política monetaria a los precios desagregados puede complementar los análisis convencionales de la inflación agregada.** En este recuadro se presenta una estimación del impacto de las perturbaciones de política monetaria en los precios de cada una de las 72 subclases de la cesta del IAPCX a nivel de cuatro dígitos de la clasificación COICOP<sup>1</sup>. Tras la estimación de los modelos de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) por subclase<sup>2</sup>, cada componente individual de bienes y servicios se clasifica, según su capacidad de respuesta a perturbaciones de política monetaria en un horizonte de tres años, en tres categorías de sensibilidad: i) muy sensible, ii) moderadamente

<sup>1</sup> La clasificación del consumo individual por finalidad (COICOP) estandariza los componentes de la cesta de consumo en los distintos países. La clasificación a nivel de cuatro dígitos en la zona del euro incluye 93 categorías de precios. Para más información, véase el [sitio web de Eurostat](#).

<sup>2</sup> Sobre la base de A. Allayioti, L. Górnicka, S. Holton y C. Martínez Hernández, «[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)», *Working Paper Series*, n.º 3003, BCE, Frankfurt am Main, 2024. La estimación utiliza modelos de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) por subclase con diversos controles macrofinancieros. La muestra varía entre subclases y abarca el período comprendido entre principios de la década de 2000 y septiembre de 2023. Las perturbaciones de política monetaria son las mismas que en M. Jarocinski y P. Karadi, «[Deconstructing Monetary Policy Surprises — The Role of Information Shocks](#)», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12(2), 2020, pp. 1-43. Las perturbaciones se actualizaron utilizando la base de datos de sorpresas de C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gürkaynak, R. Motto y G. Ragusa, «[Measuring euro area monetary policy](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, 2019, pp. 162-179.

sensible, y iii) no sensible<sup>3, 4</sup>. De este modo, es posible evaluar qué componentes de la cesta de la inflación subyacente responden con intensidad a las perturbaciones de política monetaria y qué partidas responden con rapidez o con desfases prolongados. Esta información es valiosa para conocer la transmisión de la política monetaria a la inflación agregada de la zona del euro.

**La categoría de bienes industriales no energéticos incluye más partidas clasificadas como sensibles a la política monetaria que la categoría de servicios.**

Los componentes muy sensibles o moderadamente sensibles a la política monetaria representan el 33 % de la cesta del IAPCX de la zona del euro y constituyen una proporción mayor de los bienes industriales no energéticos (44 %) que de los servicios (26 %)<sup>5</sup>. En general, la categoría sensible (que combina partidas muy sensibles y moderadamente sensibles) está formada por una combinación de bienes duraderos, semiduraderos y no duraderos, mientras que los servicios sensibles están relacionados principalmente con el ocio y el transporte. En el gráfico A se ilustra el impacto máximo de las perturbaciones de política monetaria sobre una selección de partidas individuales identificadas como muy sensibles. En general, la intensidad de la transmisión de la política monetaria a las distintas partidas de esta categoría presenta una heterogeneidad considerable. En promedio, para las partidas muy sensibles que se muestran en el gráfico A, el impacto máximo de la política monetaria sobre los precios es algo mayor en los servicios que en los bienes industriales no energéticos. Entre las partidas de servicios, el impacto máximo es más acusado en el «Transporte aéreo de pasajeros», seguido del «Transporte combinado de pasajeros» y de los «Paquetes turísticos». Entre los bienes industriales no energéticos, dicho impacto es mayor en los «Sistemas de grabación», seguido de los «Vehículos de motor» y los «Materiales de prendas de vestir». La mayor intensidad del impacto de las perturbaciones de política monetaria sobre algunos servicios muy sensibles que sobre componentes muy sensibles de los bienes industriales no energéticos podría explicarse por el carácter discrecional y relacionado con el ocio de estos servicios<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> En los 36 meses siguientes a la perturbación, las partidas con al menos tres meses consecutivos de respuestas de precios negativas y estadísticamente significativas se clasifican como sensibles a perturbaciones de política monetaria. Las partidas restantes se clasifican como no sensibles. Las partidas sensibles se dividen, a su vez, en «muy» sensibles y «moderadamente» sensibles, dependiendo de si su respuesta negativa máxima es superior (moderadamente sensible) o inferior (muy sensible) a la respuesta mediana de todos los componentes sensibles.

<sup>4</sup> Véase una clasificación similar del consumo, los precios y los beneficios en Estados Unidos en M. Andreolli, N. Rickard y P. Surico, «Non-Essential Business-Cycles», *NBER Working Paper*, 2024.

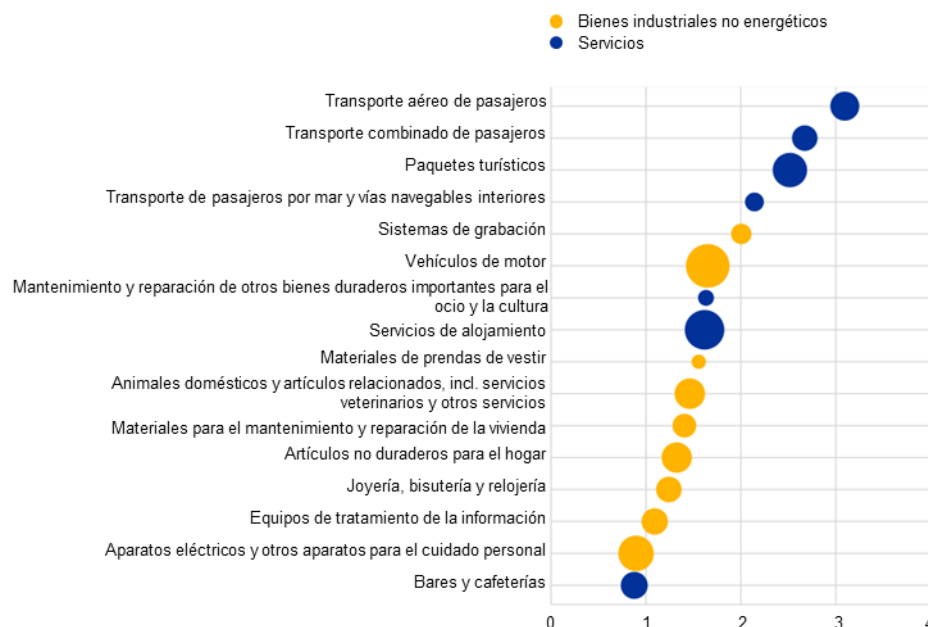
<sup>5</sup> En conjunto, los componentes clasificados como sensibles a las perturbaciones de política monetaria representan en torno a un tercio de la dinámica del IAPCX y se reparten homogéneamente entre los bienes industriales no energéticos (50,1 %) y los servicios (49,9 %).

<sup>6</sup> La literatura documenta una elevada sensibilidad de los precios de consumo de la energía a las perturbaciones de política monetaria. Véase, por ejemplo, M. Ampudia, M. Ehrmann y G. Strasser, «The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution», *BIS Working Paper*, n.º 1124, septiembre de 2023.

## Gráfico A

### Impacto máximo de la política monetaria sobre partidas muy sensibles

(eje de abscisas: variación porcentual máxima acumulada; tamaño de la burbuja: peso del componente en el IAPCX)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las burbujas muestran el impacto máximo sobre las partidas más sensibles a las perturbaciones de política monetaria en el horizonte de tres años. Los resultados se basan en la mediana de la distribución posterior de las funciones de impulso-respuesta normalizadas a un incremento de 25 puntos básicos en el bono alemán a un año. El tamaño de las burbujas está relacionado con el peso de un componente concreto en el IAPCX y se basa en las ponderaciones del consumo de 2024.

**La política monetaria tiene un impacto máximo similar sobre las partidas de bienes y servicios clasificadas como sensibles.** En el gráfico B se comparan las funciones de impulso-respuesta de partidas sensibles y no sensibles a una perturbación de política monetaria de 25 puntos básicos<sup>7</sup>. Pese al solapamiento de los intervalos de credibilidad de ambos grupos, las funciones de impulso-respuesta de las partidas sensibles se concentran más claramente en valores negativos y son diferentes de cero sobre la base de intervalos de credibilidad del 68 %. Después de unos 20 meses, una perturbación de endurecimiento de la política monetaria de 25 puntos básicos reduce en torno a 1,5 puntos porcentuales la variación acumulada de los precios de los servicios y los bienes duraderos sensibles.

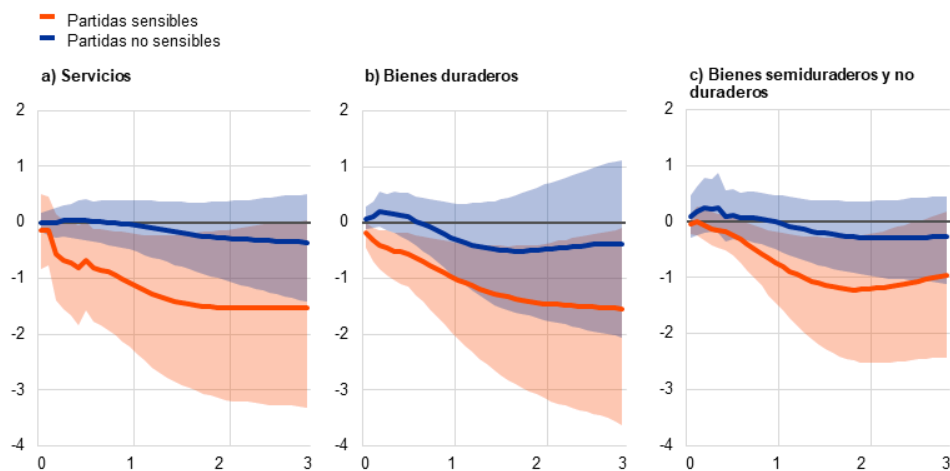
Además, los bienes duraderos muestran una respuesta más contundente que los bienes semiduraderos y no duraderos, en consonancia con la evidencia previa.

<sup>7</sup> Los bienes se dividen, a su vez, en bienes duraderos y otros, tras varios estudios que documentan cómo el gasto en bienes duraderos tiende a ser más cíclico y sensible a los cambios de política monetaria que el gasto en bienes no duraderos o servicios. Véase, por ejemplo, L. Dedola y F. Lippi, «The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries», *European Economic Review*, vol. 49(6), 2005, pp. 1543-1569.

## Gráfico B

Respuestas de los agregados de los bienes industriales no energéticos y de los servicios sensibles y no sensibles a perturbaciones de política monetaria

(eje de abscisas: años; eje de ordenadas: tasas de variación acumuladas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

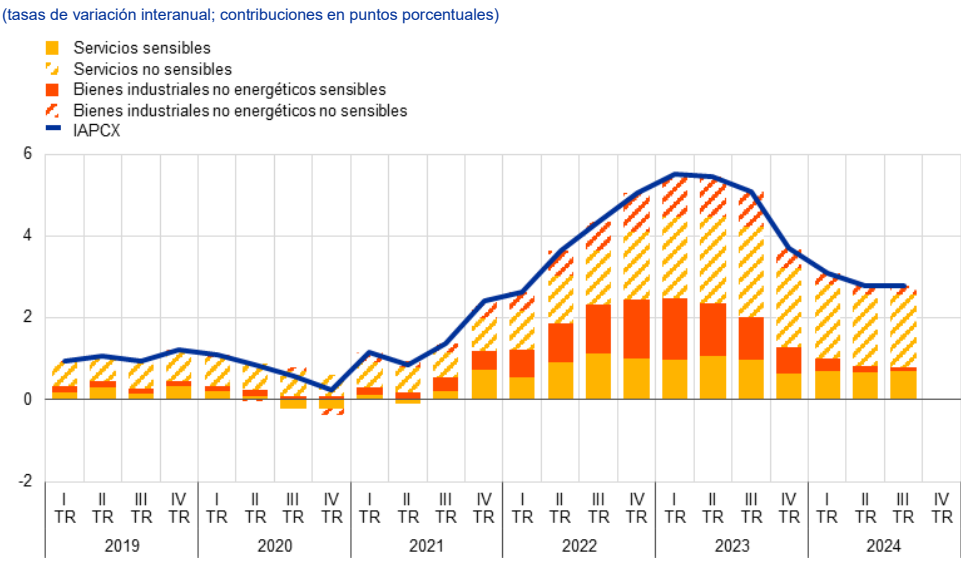
Notas: Las líneas muestran la mediana de la distribución posterior de las funciones de impulso-respuesta, mientras que las zonas sombreadas indican los intervalos de credibilidad del 68 %. Las funciones de impulso-respuesta se normalizan con un incremento de 25 puntos básicos en el bono alemán a un año.

**Las tasas de inflación de partidas clasificadas como sensibles a la política monetaria han disminuido más que las tasas de inflación de partidas no sensibles desde el máximo alcanzado por la inflación subyacente.** La inflación medida por el IAPCX registró un máximo del 5,7 % en marzo de 2023, y las partidas tanto sensibles como no sensibles contribuyeron significativamente a la cifra total (los componentes sensibles representaron en torno a 2,6 puntos porcentuales, gráfico C). Desde entonces, el impacto de la política monetaria restrictiva, junto con la desaparición progresiva de las perturbaciones extraordinarias, se ha transmitido gradualmente a los precios, sobre todo a los de las partidas sensibles. Los datos recientes muestran un notable descenso de la contribución de los componentes sensibles, que representaron solo 0,8 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPCX del 2,7 % observada en octubre de 2024. En consecuencia, los componentes no sensibles, en particular los servicios no sensibles —como los alquileres, los servicios médicos y algunos productos de seguros—, fueron el principal factor determinante de la inflación subyacente<sup>8</sup>. En el pico, los servicios no sensibles contribuyeron con 2,1 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPCX del 5,7 %, mientras que las últimas cifras muestran una contribución de 1,7 puntos porcentuales, lo que representa casi dos terceras partes de la evolución reciente de la inflación medida por este índice.

<sup>8</sup> 20 de las 28 partidas clasificadas como las de mayor lentitud en su respuesta se solapan con nuestra clasificación de partidas no sensibles a la política monetaria. Véase «[The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation](#)», *Economic Bulletin*, n.º 4, Banca d'Italia, octubre de 2023. Algunos ejemplos de estas partidas son los alquileres, los servicios médicos y dentales, y los seguros ligados a la sanidad y al transporte.

Gráfico C

Inflación medida por el IAPCX a lo largo del tiempo: descomposición en partidas sensibles y no sensibles a perturbaciones de política monetaria



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

**Si bien el análisis granular confirma que, recientemente, la rigidez de la inflación de los servicios ha sido el determinante principal de la inflación agregada, también muestra la heterogeneidad existente dentro de la categoría de servicios.** La variación de la sensibilidad se documenta no solo en los dos subcomponentes de la inflación subyacente (bienes industriales no energéticos y servicios), sino también dentro de cada categoría. Asimismo, el análisis desagregado sugiere que, a pesar de que la mayoría de las partidas de servicios han mostrado una respuesta bastante lenta al último ciclo de endurecimiento, la política monetaria ha logrado moderar las subidas de precios en una serie de servicios, principalmente recreativos y de transporte. En conjunto, esta evidencia pone de relieve que la identificación granular de partidas con respuestas excepcionalmente intensas puede ayudar a evaluar la amplitud de la transmisión a la inflación agregada y a monitorizarla de manera oportuna.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 24 de julio y el 22 de octubre de 2024

Yannik Schneider y Kristian Tötterman

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2024.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 24 de julio y el 22 de octubre de 2024 (el «período de referencia»).

**El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia.** El menor exceso de liquidez medio se debió al vencimiento de la novena operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.9) el 25 de septiembre de 2024, así como a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en la décima, y última, operación efectuados por las entidades de crédito ese mismo día. La provisión de liquidez también descendió como consecuencia de la reducción de las tenencias de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) tras la finalización de las reinversiones de este programa desde principios de julio de 2023. Las tenencias de valores del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) también empezaron a disminuir a partir de comienzos de julio de 2024 porque ya solo se reinvierte parcialmente el principal de los valores que van venciendo. El descenso constante de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos compensó, en parte, la menor provisión de liquidez, aunque el ritmo de descenso fue más lento que en períodos precedentes.

**Conforme a su marco operativo revisado y como anunció en marzo de 2024, el BCE redujo el diferencial entre el tipo de interés de la facilidad de depósito y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) de 50 a 15 puntos básicos a partir del 18 de septiembre de 2024.** El tipo de la facilidad marginal de crédito también se ajustó de forma que el diferencial entre ese tipo de interés y el tipo aplicable a las OPF se mantuviera sin cambios en 25 puntos básicos. Durante el período de referencia, los ajustes del diferencial no tuvieron un impacto significativo en la participación de las entidades en las operaciones de crédito del Eurosistema ni en la actividad en el mercado monetario en general. Además, los tipos de interés de ese mercado no se vieron afectados por la reducción del diferencial entre el tipo de interés de la facilidad de depósito y el de las OPF a principios del sexto período de mantenimiento de reservas de 2024. En el mercado no garantizado, el tipo a corto plazo del euro (€STR) descendió en paralelo a la reducción de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales. Los tipos *repo* también se ajustaron sin problemas a estos cambios.

## Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron en 21,9 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.462,1 mm de euros.** Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se elevaron ligeramente (0,9 mm de euros) hasta un importe de 162,5 mm de euros, con un efecto marginal sobre la variación de las necesidades de liquidez agregadas.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron en 45 mm de euros durante el periodo de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos.** En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 36,5 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de 49,1 mm de euros en las cuentas de revalorización asociado a la subida de los precios del oro, cuyo impacto en la liquidez se vio compensado por la inyección de liquidez derivada del correspondiente incremento de las tenencias de activos exteriores netos. Los depósitos de las Administraciones Públicas registraron un aumento marginal (0,7 mm de euros) y se situaron en 118,4 mm de euros. Esto supuso la primera pausa en la caída continuada que están registrando estos depósitos desde el máximo de 655,2 mm de euros alcanzado en la primavera de 2022. Esta caída reflejó la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros nacionales, así como los cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que hicieron que la colocación de fondos en el mercado fuera más atractiva desde el punto de vista financiero. El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, 7,8 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.562,7 mm de euros. Tras el máximo alcanzado en julio de 2022, la demanda de billetes se mantiene estable.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron en 67,7 mm de euros, debido principalmente a que los activos exteriores netos aumentaron en 53,8 mm de euros.** El aumento de estos activos se explica casi en su totalidad por el incremento medio de 49,9 mm de euros registrado en el valor de las reservas de oro como consecuencia de la subida de su precio<sup>1</sup>. Los activos netos denominados en euros experimentaron un crecimiento de 13,9 mm de euros durante el período de referencia, reflejo tanto de la reducción de los depósitos no relacionados con la política monetaria como del aumento de las inversiones no relacionadas con dicha política.

---

<sup>1</sup> Aunque los cambios en los precios del oro fueron la causa de la mayor parte de la variación en las cuentas de revalorización durante el período de referencia, las cuentas también reflejan movimientos en los tipos de cambio y fluctuaciones de los precios de los valores. Esto explica por qué los cambios en las cuentas de revalorización son similares a los del valor de las reservas de oro, pero no exactamente iguales.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo								
(medias; mm de euros)								
	Periodo de referencia actual: 24 de julio a 22 de octubre de 2024						Periodo de referencia anterior: 17 de abril a 23 de julio de 2024	
	Quinto y sexto periodo de mantenimiento		Quinto periodo de mantenimiento: 24 de julio a 17 de septiembre de 2024		Sexto periodo de mantenimiento: 18 de septiembre a 22 de octubre de 2024		Tercer y cuarto periodo de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.685,6	(+45,0)	2.675,3	(+23,8)	2.702,1	(+26,9)	2.640,6	(+20,8)
Billetes en circulación	1.562,7	(+7,8)	1.564,2	(+4,7)	1.560,2	(-4,0)	1.554,9	(+10,3)
Depósitos de las AAPP	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1.024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
Exigencias de reservas mínimas <sup>2)</sup>	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Facilidad de depósito	3.031,9	(-138,8)	3.058,7	(-54,5)	2.989,1	(-69,6)	3.170,8	(-250,6)
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 periodo de referencia o de mantenimiento anterior.

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 24 de julio a 22 de octubre de 2024						Período de referencia anterior: 17 de abril a 23 de julio de 2024	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 24 de julio a 17 de septiembre de 2024		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 22 de octubre de 2024		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.386,2	(+67,7)	1.373,0	(+44,6)	1.407,5	(+34,6)	1.318,6	(+68,3)
Activos exteriores netos	1.099,2	(+53,8)	1.083,7	(+20,0)	1.123,9	(+40,1)	1.045,4	(+65,8)
Activos netos denominados en euros	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
Instrumentos de política monetaria	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Operaciones de mercado abierto	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Operaciones de crédito	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
- OPF	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
- OFPML a tres meses	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
- Operaciones TLTRO III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.424,4	(-102,1)	4.442,0	(-52,2)	4.396,1	(-45,9)	4.526,5	(-99,0)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.  
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.  
1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 24 de julio a 22 de octubre de 2024						Período de referencia anterior: 17 de abril a 23 de julio de 2024	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 24 de julio a 17 de septiembre de 2024		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 22 de octubre de 2024		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	1.462,1	(-21,9)	1.464,8	(-20,7)	1.457,9	(-6,9)	1.484,0	(-47,1)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.299,6	(-22,8)	1.302,6	(-21,0)	1.294,9	(-7,7)	1.322,5	(-47,2)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.038,6	(-137,9)	3.065,8	(-53,6)	2.995,2	(-70,6)	3.176,5	(-251,8)

Fuente: BCE.  
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.  
1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.  
2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.  
3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 24 de julio a 22 de octubre de 2024				Período de referencia anterior: 17 de abril a 23 de julio de 2024			
	Quinto período de mantenimiento: 24 de julio a 17 de septiembre de 2024		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 22 de octubre de 2024		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril a 11 de junio de 2024		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio a 23 de julio de 2024	
OPF	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Facilidad de depósito	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

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

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 159,7 mm de euros, hasta un importe de 4.500,8 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, a los reembolsos de las operaciones de crédito del Eurosistema.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 57,7 mm de euros, hasta los 76,4 mm de euros, durante el período de referencia.** Esta caída refleja en gran medida la disminución de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de su novena operación (42,2 mm de euros) y a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras TLTRO (5,1 mm de euros) el 25 de septiembre. El saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses aumentó 2 mm de euros, mientras que el saldo de las OPF registrado en el balance del Eurosistema creció en 1 mm de euros. La participación relativamente limitada de las entidades de crédito en estas operaciones regulares y su capacidad para realizar cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida a través de las TLTRO sin recurrir de forma significativa a las operaciones regulares de financiación refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés atractivos. En el recuadro 7 de este Boletín Económico se presenta un análisis exhaustivo de los reembolsos de las TLTRO en general y del impacto de la finalización gradual de estas operaciones en las condiciones del crédito bancario.

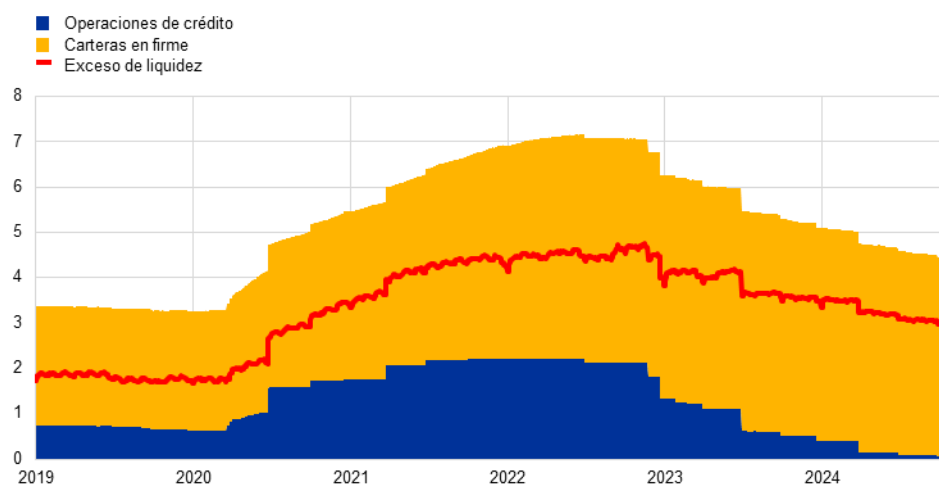
**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme experimentó un descenso de 102,1 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.424,4 mm de euros.** Este descenso se debió a la finalización de las reinversiones en el marco del APP a partir del 1 de julio de 2023

y, en menor medida, a las reinversiones parciales en el contexto del PEPP desde el 1 de julio de 2024<sup>2, 3</sup>.

### Gráfico A

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

(billones de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 22 de octubre de 2024.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio se redujo 137,9 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 3.038,6 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 mínimas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir las reservas mínimas. Tras alcanzar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez fue disminuyendo de forma sostenida hasta situarse ligeramente por debajo de los 3.000 mm de euros al final del período de referencia.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno redujo los tres tipos de interés oficiales del BCE, incluido el tipo de la facilidad de depósito**

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

<sup>3</sup> En junio de 2024, el Consejo de Gobierno confirmó que, en el segundo semestre de 2024, el BCE reinvertiría solo parcialmente el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que fueran venciendo. Además, tiene previsto poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

**(mediante el que guía la orientación de la política monetaria) en dos ocasiones. Cada recorte fue de 25 puntos básicos, con un total acumulado de 50 puntos básicos.** Los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito se situaron en el 3,25 %, el 3,40 % y el 3,65 %, respectivamente, al final del período de referencia.

**Estas dos reducciones de los tipos de interés oficiales fueron acompañadas por el estrechamiento del diferencial entre el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito y el tipo de interés de las OPF, por lo que este último y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito habían disminuido 85 puntos básicos al final del período de referencia.** El descenso de este diferencial no tuvo un impacto significativo en el recurso a las operaciones de financiación por las entidades de crédito ni en la actividad en el mercado monetario en general.

**En promedio, el €STR reflejó las bajadas de los tipos de interés oficiales, al tiempo que mantuvo un diferencial prácticamente estable con el tipo de la facilidad de depósito.** El €STR cotizó, en promedio, 8,3 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con una media de 9 puntos básicos en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2024. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

**El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, siguió cotizando próximo al tipo de la facilidad de depósito.** En promedio, el tipo *repo* se situó 1,2 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con una media de 4,2 puntos básicos en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2024. Esta evolución refleja la reversión que se está produciendo en los factores que ejercieron presión a la baja sobre los tipos *repo*. A su vez, esto está llevando a tipos *repo* más elevados como resultado del aumento de las emisiones netas desde comienzos del año, la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o reembolso de las TLTRO y la mayor disponibilidad de valores del sector público como consecuencia del descenso de los saldos vivos mantenidos en el marco del APP y del PEPP. Otros factores que impulsaron al alza los tipos *repo* también incluyen la mayor demanda por parte de inversores apalancados para financiar posiciones largas en bonos. Los cambios en los tipos de interés oficiales se transmitieron sin problemas a los tipos del mercado monetario con garantía.

## La finalización gradual de las TLTRO III y las condiciones del crédito bancario

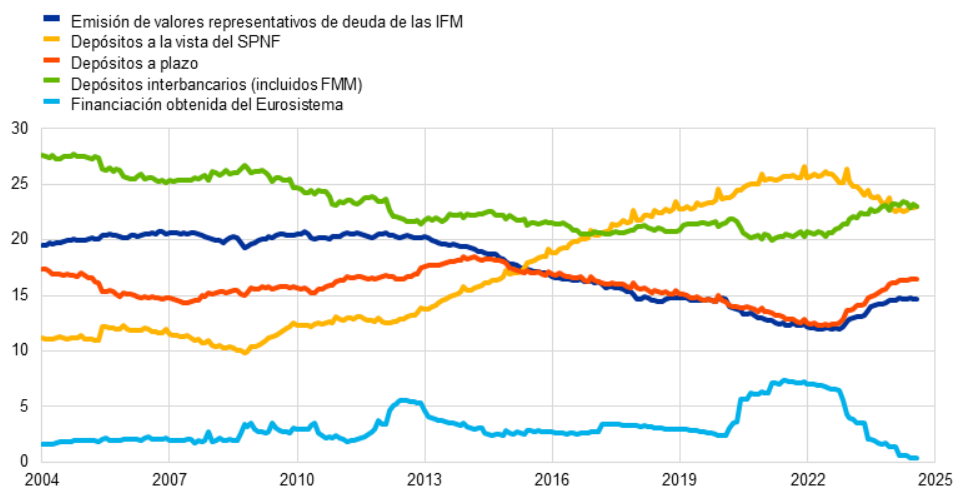
Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari y Franziska Maruhn

Entre finales de 2022 y finales de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro reembolsaron más de 2 billones de euros de los fondos obtenidos en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) en un contexto de subida de los tipos de interés, lo que redujo la financiación del Eurosistema hasta un mínimo histórico. Con la finalización de los reembolsos de las TLTRO III y en el entorno de tipos de interés más elevados resultante del reciente ciclo de subidas, la estructura del pasivo de las entidades de crédito ha cambiado. A medida que las entidades han aumentado, en términos relativos, su recurso a las emisiones de valores y a la financiación mediante depósitos, la composición del pasivo se ha acercado a la que existía antes de la introducción de las TLTRO en 2014 (gráfico A). Al mismo tiempo, las operaciones de financiación del Eurosistema representan ahora un porcentaje de la financiación de las entidades más bajo que nunca, debido a que se recurre poco a las operaciones de financiación convencionales a más corto plazo, cuyos costes son actualmente muy superiores a los de fuentes de financiación alternativas, y a que las reservas en el banco central son todavía abundantes y están respaldando la liquidez bancaria<sup>1</sup>.

### Gráfico A

#### Estructura del pasivo de las entidades de crédito a lo largo del tiempo

(porcentajes de los pasivos principales)



Fuentes: BCE (estadísticas obtenidas de partidas del balance [BSI, por sus siglas en inglés]) y cálculos del BCE.

Notas: Composición del pasivo de las entidades de crédito, excluidos capital y reservas, pasivos exteriores y depósitos de otros residentes en la zona del euro. «IFM» se refiere a las instituciones financieras monetarias. «SPNF» es el sector privado no financiero. «FMM» hace referencia a los fondos del mercado monetario. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

<sup>1</sup> Las operaciones de financiación convencionales incluyen las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses (OPFML a tres meses), que se llevan a cabo al tipo de interés de las OPF.

**El extraordinario ritmo de subida de los tipos de interés oficiales, unido a las expectativas de los mercados de futuros recortes de tipos, restó atractivo a las operaciones de financiación del banco central a más corto plazo frente a fuentes de financiación alternativas, como los depósitos y los bonos a más largo plazo.** La renovación de la financiación actualmente disponible en el banco central también puede haber sido limitada debido a su vencimiento significativamente más corto que el de las TLTRO III y a requerimientos regulatorios como la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés)<sup>2</sup>. Además, las todavía abundantes reservas en el banco central implican que, por el momento, las entidades de crédito necesitan recurrir poco a la financiación del banco central. Sin embargo, como la cartera de activos del BCE continúa liquidándose, lo que reduce aún más el exceso de liquidez, es posible que la demanda de financiación del banco central vuelva a aumentar. Dado que las condiciones aplicadas a los préstamos parecen ser sensibles a la forma en que se proporcionan reservas al sistema bancario, el impacto de la liquidez del banco central sobre la intermediación bancaria también dependerá, fundamentalmente, de los instrumentos que inyecten liquidez en el futuro<sup>3</sup>.

**La recalibración de las TLTRO III en octubre de 2022 provocó el descenso más rápido y acusado de la financiación del Eurosistema jamás registrado (gráfico B) y reforzó la transmisión de los tipos de interés oficiales a las condiciones del crédito bancario.** Desde su introducción en 2014, las TLTRO han respaldado la transmisión de la relajación de la política monetaria incentivando la concesión de crédito gracias a su objetivo específico y reduciendo los costes de financiación de las entidades. La tercera serie —que se puso en marcha en 2019— fue un instrumento clave para la orientación acomodaticia de la política monetaria durante la pandemia<sup>4</sup>. En vista del inesperado y extraordinario repunte de la inflación que comenzó en 2021, el BCE inició una senda de normalización de la política monetaria al final de ese año ajustando las compras de activos y, a partir de mediados de 2022, aumentando los tipos de interés oficiales, lo que dio lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación para la economía de la zona del euro. En este contexto, el Consejo de Gobierno también decidió recalibrar las TLTRO III en octubre de 2022 con el fin de reforzar la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria. En concreto, el tipo de interés de los saldos vivos de las TLTRO III se incrementó a partir del

<sup>2</sup> Si se comparan con las operaciones de financiación con un vencimiento más largo, la financiación obtenida a través de las operaciones de financiación convencionales (OPF semanales y OFPML a tres meses) no se considera financiación estable en el contexto de la NSFR. Por lo que respecta a la LCR, la financiación mediante dichas operaciones convencionales puede aumentar los activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) de las entidades si utilizan activos de garantía distintos de los HQLA. No obstante, en el caso de las OPF semanales, el mecanismo de reversión de la LCR podría reducir este efecto positivo, dependiendo de la composición de los activos líquidos de alta calidad.

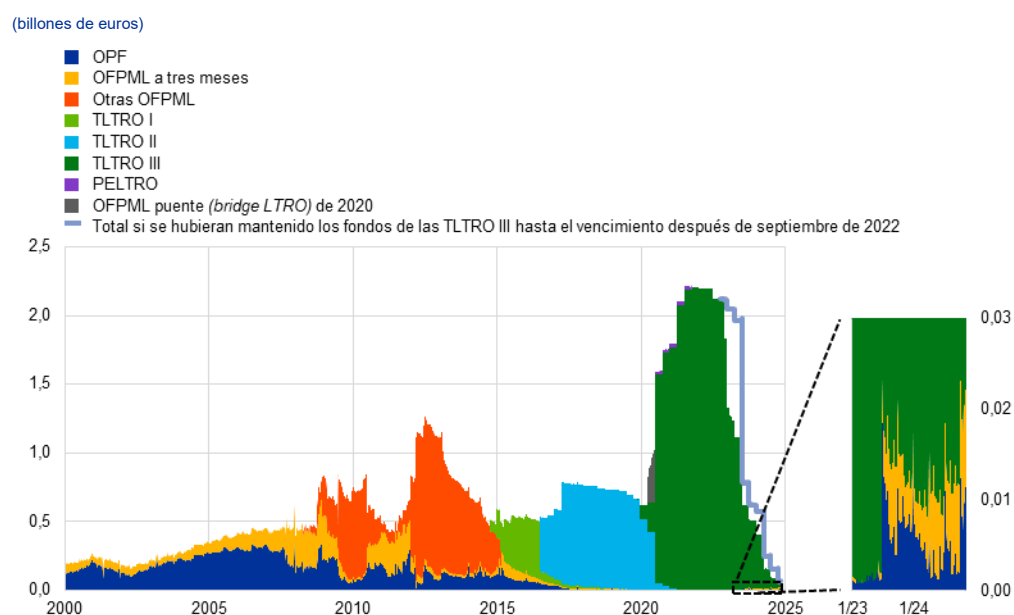
<sup>3</sup> Véase C. Altavilla, M. Rostagno y J. Schumacher, «Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation», *CEPR Discussion Paper*, n.º 18581, Centre for Economic Policy Research, noviembre de 2023.

<sup>4</sup> Las TLTRO III se introdujeron en 2019 y se ajustaron en 2020 para apoyar la transmisión de la política monetaria durante la pandemia de COVID-19. Para información detallada sobre el ajuste de las TLTRO III y su impacto en las condiciones del crédito bancario durante la pandemia, véase el artículo titulado «[TLTRO III and bank lending conditions](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

23 de noviembre de 2022<sup>5</sup>. Las subidas de los tipos de interés de las TLTRO elevaron los costes de oportunidad de la financiación obtenida en esas operaciones. Al mismo tiempo, el exceso de liquidez siguió siendo abundante y las ventajas de las TLTRO para cumplir los requerimientos de liquidez y de financiación estable disminuyeron a medida que las operaciones se acercaban al vencimiento. Por lo tanto, en noviembre de 2022, en la primera oportunidad de efectuar reembolsos anticipados voluntarios desde la recalibración, las entidades reembolsaron 296 mm de euros de un saldo vivo de 2.113 mm de euros. Posteriormente, se realizaron cuantiosos reembolsos voluntarios adicionales en diciembre de 2022 y en los seis meses siguientes. Así pues, la recalibración contribuyó a adelantar de manera significativa la reducción de las TLTRO y a suavizar los reembolsos a lo largo del tiempo, en comparación con lo que habría ocurrido si las entidades hubieran mantenido todos los fondos obtenidos en las TLTRO hasta su vencimiento (línea discontinua del gráfico B).

### Gráfico B

#### Recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema



Fuentes: BCE (base de datos de operaciones de mercado) y cálculos del Eurosistema.

Notas: Las OPF son las operaciones principales de financiación. Las OFPML son las operaciones de financiación a plazo más largo. Las TLTRO son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico. Las PELTRO son las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia. La línea azul clara muestra la financiación total hipotética obtenida del Eurosistema, suponiendo que las entidades de crédito hubieran mantenido hasta su vencimiento el saldo vivo de todos los fondos de las TLTRO III a 30 de septiembre de 2022 (antes de la recalibración de octubre de 2022), y suponiendo que la financiación obtenida en otras operaciones de financiación siguió siendo la misma que la observada. La última observación corresponde al 31 de octubre de 2024.

### Las entidades adaptaron sus balances para cubrir los reembolsos anticipados de las TLTRO, y algunas recurrieron más a su propio exceso de liquidez,

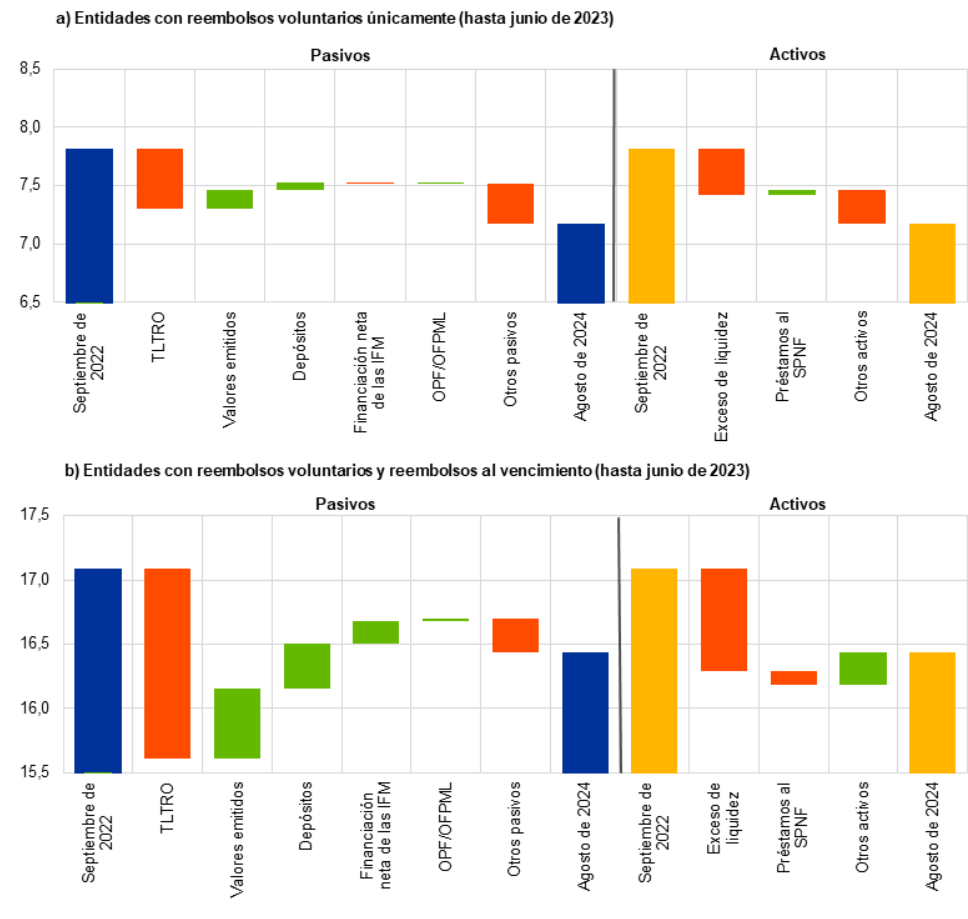
<sup>5</sup> El ajuste de las TLTRO III consistió en cambiar la fórmula de fijación de precios para todas las operaciones vivas. Para más detalles, véanse la [Decisión del Consejo de Gobierno de 27 de octubre de 2022](#) y la [nota de prensa](#) correspondiente. La recalibración incrementó en torno a 40 puntos básicos el tipo medio final esperado de las TLTRO durante el período de vigencia de cada operación desde el final de 2022, debido a que el tipo aplicable a las TLTRO subió unos 2 puntos porcentuales después del 23 de noviembre de 2022. La heterogeneidad entre entidades fue considerable, con diferencias que reflejaron las operaciones en las que había participado cada entidad y los tipos de interés aplicables en función de cómo había sido la concesión de crédito en el pasado.

**mientras que otras captaron financiación adicional en los mercados de renta fija y mediante depósitos (gráfico C).** Tras la recalibración de octubre de 2022, las entidades que habían obtenido financiación a través de las TLTRO III podían dividirse en dos grupos: las que reembolsaron todos los fondos de las TLTRO III de forma anticipada y las que reembolsaron al menos una parte de los fondos solicitados solo cuando vencieron hasta junio de 2023 (fecha de vencimiento de la TLTRO III de mayor importe). Los dos grupos se diferenciaban principalmente por su nivel de dependencia de los fondos de las TLTRO III y por la magnitud de su exceso de liquidez antes de la recalibración. El exceso de liquidez de las entidades que optaron por reembolsar anticipadamente toda la financiación recibida ascendía, en promedio, casi al doble del saldo vivo de los fondos obtenidos en las TLTRO III antes de octubre de 2022, mientras que las entidades que también reembolsaron al vencimiento tenían, en promedio, un exceso de liquidez similar al saldo vivo de la financiación obtenida en dichas operaciones. En consecuencia, las entidades del primer grupo redujeron su exceso de liquidez en una cantidad equivalente a alrededor del 75 % de los reembolsos de sus TLTRO, por lo que utilizaron principalmente el exceso de liquidez existente, aunque también experimentaron una salida de depósitos (panel a del gráfico C). En cambio, las entidades del segundo grupo captaron una cantidad significativa de financiación adicional para reembolsar los fondos de las TLTRO a su vencimiento —principalmente a través de valores, pero también de entradas de depósitos y de financiación en el mercado interbancario— y solo redujeron su exceso de liquidez en un importe equivalente al 50 %, aproximadamente, de los reembolsos de sus TLTRO (panel b del gráfico C). El segundo grupo también elevó los tipos de interés de sus depósitos más que el resto de entidades de crédito, logrando mantener, y en cierta medida incluso aumentar, sus volúmenes totales de depósitos para compensar la disminución de la liquidez del banco central.

Gráfico C

Variación de los balances bancarios desde la recalibración de las TLTRO III

(billones de euros)



Fuentes: BCE (estadísticas obtenidas de partidas del balance individuales [IBSI, por sus siglas en inglés], base de datos de operaciones de mercado) y cálculos del BCE.  
Notas: Los paneles muestran los movimientos de los activos y pasivos de las entidades de crédito a partir de datos a nivel de entidad. Las barras de color rojo señalan descensos, y las verdes, incrementos, de los pasivos/activos durante el período comprendido entre septiembre de 2022 y agosto de 2024. Las barras azules indican los pasivos totales y las amarillas los activos totales al principio/final del período. La financiación neta de las IFM se refiere a los depósitos de las IFM menos los préstamos concedidos a las IFM. Los activos y pasivos totales se han ajustado para reflejar la compensación de la financiación de las IFM. El panel a muestra las entidades que realizaron todos los reembolsos de las TLTRO III entre octubre de 2022 y junio de 2023 de forma anticipada y voluntaria. El panel b refleja las entidades cuyos reembolsos de las TLTRO III entre octubre de 2022 y junio de 2023 incluyen tanto reembolsos anticipados voluntarios como reembolsos al vencimiento.

**La reducción de la liquidez bancaria y la subida de los tipos de interés de las TLTRO llevaron a las entidades a recurrir a fuentes de financiación más caras, lo que se tradujo en un endurecimiento de las condiciones de financiación.**  
Los reembolsos de las TLTRO utilizando el exceso de liquidez existente redujeron la liquidez disponible, mientras que sustituirlos por otros pasivos incrementó los costes de financiación. Esto, a su vez, parece haber dado lugar a unas condiciones de concesión de crédito a las empresas y a los hogares más restrictivas. Según la evidencia procedente de las encuestas, las entidades experimentaron el primer impacto negativo de las TLTRO III sobre sus condiciones generales de financiación tras la recalibración, lo que sugiere que las condiciones menos favorables de las TLTRO III provocaron efectivamente un endurecimiento de las condiciones de

financiación bancaria<sup>6</sup>. Además, las entidades señalaron que la finalización gradual de las TLTRO III había afectado negativamente a su liquidez. Esto también se reflejó en un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario para todas las categorías de préstamos y un impacto ligeramente negativo adicional sobre los volúmenes de crédito bancario, en un contexto de reducción general de la oferta de crédito debido al ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales<sup>7</sup>. En esta línea, las entidades que tenían menos exceso de liquidez disponible para realizar reembolsos de las TLTRO III también han experimentado una ligera disminución de los volúmenes de préstamos vivos desde la recalibración de las TLTRO (panel b del gráfico C). Los análisis que controlan por la demanda de préstamos y otros factores distorsionadores confirman el impacto negativo de la recalibración de las TLTRO sobre el crédito bancario<sup>8</sup>. En conclusión, la recalibración siguió favoreciendo el endurecimiento de los costes de financiación de las entidades de crédito y, a su vez, de las condiciones de financiación. Asimismo, eliminó los desincentivos a los reembolsos anticipados voluntarios de los saldos vivos de las TLTRO III, acelerando así la reducción del balance del Eurosistema y contribuyendo al endurecimiento general de la política monetaria.

---

<sup>6</sup> Véanse «[The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#)» y «[The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#)».

<sup>7</sup> Véase P. R. Lane, «[The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#)», contribución al panel sobre «Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy» (reevaluación de la eficacia y la transmisión de la política monetaria) en el Simposio Económico organizado por Federal Reserve Bank of Kansas City, 24 de agosto de 2024.

<sup>8</sup> Véase L. Burlon, A. Ferrari, S. Kho y N. Tushteva, «Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever», *Working Paper Series*, BCE, 2024, de próxima publicación.

# Artículos

## 1 Perturbaciones energéticas, inversión empresarial y posibles implicaciones para la competitividad futura de la UE

Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis, Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis y Francesca Vinci

### Introducción

**La escalada de los precios de la energía tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia expuso a la UE a la mayor perturbación energética desde la década de 1970.** Dado que la energía es un insumo clave prácticamente en todos los procesos de producción, la acusada subida de los precios energéticos no solo contribuyó al fuerte repunte de la inflación y a la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, sino también a un aumento significativo de los costes de los insumos, con efectos dominó en todos los sectores económicos.

**Las perturbaciones que incrementan el coste de la energía pueden repercutir negativamente en la dinámica económica a corto plazo, pero también a medio y largo plazo a través del canal de inversión.** A corto plazo, el aumento de los costes de los insumos ejerce presiones a la baja sobre la producción<sup>1</sup>, lo que también puede conducir a una menor inversión, con consecuencias negativas para el crecimiento de la productividad a largo plazo<sup>2</sup>.

**La literatura económica ha reconocido desde hace mucho tiempo la importancia de la inversión para la productividad.** La inversión empresarial, especialmente en capital fijo y en investigación y desarrollo (I+D), es fundamental para el crecimiento de la productividad, que a su vez está directamente relacionado con la capacidad de las empresas para competir en los mercados internacionales<sup>3</sup>. Las mejoras de la productividad reducen el coste de producción por unidad de producto, lo que permite a las empresas rebajar los precios o incrementar sus márgenes. Asimismo, tienen el potencial de elevar la competitividad de las

<sup>1</sup> Véase S. Lardic y V. Mignon, «The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration», *Energy Policy*, vol. 34 (18), diciembre de 2006, pp. 3910-3915.

<sup>2</sup> La evidencia presentada en el artículo titulado «[The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024, también muestra que es posible que un aumento de los precios de la energía dé lugar a una disminución de la productividad, debido a la reasignación de los factores de producción por parte de las empresas en detrimento de la energía.

<sup>3</sup> Véanse P. M. Romer, «Increasing Returns and Long-Run Growth», *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 5, 1986, pp. 1002-1037; y P. M. Romer, «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, vol. 98, n.º 5, Part 2, 1990, pp. S71-S102.

exportaciones, ya que las empresas más productivas están mejor posicionadas para captar cuota de mercado y ampliarla<sup>4</sup>.

**Las perturbaciones energéticas también pueden frenar la competitividad de un país a través de su impacto negativo en la inversión y la productividad.** Tras una perturbación positiva de costes energéticos, la compresión de los márgenes (especialmente los de las empresas intensivas en energía), la debilidad de la actividad económica, el aumento de la incertidumbre y, en algunos casos, unas condiciones de financiación más restrictivas pueden reducir la inversión empresarial, allanando el camino para que se produzcan pérdidas de competitividad en el futuro<sup>5</sup>. Esto puede suceder, en particular, cuando los productores no consiguen repercutir íntegramente los incrementos de costes a los consumidores, debido, por ejemplo, a una elasticidad-precio de la demanda elevada<sup>6</sup>.

**Sin embargo, las perturbaciones energéticas también pueden incentivar a las empresas a invertir en proyectos de generación y de ahorro de energía<sup>7</sup>.** Según encuestas recientes, las empresas se están adaptando a los cambios en el panorama energético reduciendo su dependencia de fuentes de energía tradicionales para protegerse frente a *shocks* energéticos futuros y asegurarse ventajas competitivas<sup>8</sup>. Estos esfuerzos por rebajar la factura energética pueden traducirse en una mayor inversión verde, lo que podría atenuar el impacto global de dichas perturbaciones en la inversión total. Con todo, pese a su potencial para mitigar futuros *shocks* energéticos (y reducir los precios de la energía), las inversiones verdes también pueden verse negativamente afectadas por las consecuencias directas e indirectas de una subida de los precios de este insumo<sup>9</sup>.

**En este artículo se analiza cómo influyen las perturbaciones energéticas en la inversión de las empresas europeas, con el foco puesto en la inversión en capital fijo y en I+D.** El análisis empírico muestra que estas perturbaciones pueden tener un impacto negativo en la inversión empresarial y, por tanto, podrían reducir el crecimiento de la productividad y la competitividad futura en Europa. El análisis también pone de manifiesto que las empresas con restricciones financieras y las pertenecientes a sectores intensivos en energía se ven más afectadas por los *shocks* energéticos y responden recortando la inversión en mayor medida que otras.

**Desde la perspectiva de las políticas, son necesarias medidas nacionales y europeas para reducir la exposición de la UE a futuras perturbaciones energéticas.** Una mayor integración de los mercados europeos de la energía y el

<sup>4</sup> Véase M. J. Melitz, «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, vol. 71, n.º 6, noviembre de 2003, pp. 1695-1725.

<sup>5</sup> Véase K. Lee, W. Kang y R. A. Ratti, «Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment», *Macroeconomic Dynamics*, vol. 15, n.º S3, noviembre de 2011, pp. 416-436.

<sup>6</sup> Véase A. Matzner y L. Steininger, «Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases», *Working Paper Series*, n.º 2958, BCE, julio de 2024.

<sup>7</sup> Véase J. Hassler, P. Krusell y C. Olovsson, «Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity», *Journal of Political Economy*, vol. 129, n.º 11, noviembre de 2021, pp. 3039-3072.

<sup>8</sup> Véanse «EIB Investment Survey 2023 — European Union overview», Banco Europeo de Inversiones, octubre de 2023, y «EIB Investment Survey 2024 — European Union overview», Banco Europeo de Inversiones, octubre de 2024.

<sup>9</sup> Véase G. Bijnens, C. Duprez y J. Hutchinson, «Obstacles to the greening of energy-intensive industries», *The ECB Blog*, BCE, 17 de septiembre de 2024.

avance en la transición ecológica contribuirían a reducir los precios de la energía y a reforzar el suministro energético, con lo que la UE sería menos vulnerable ante una evolución adversa de estos precios.

## Conclusiones

**La evidencia que se presenta en este artículo sugiere que las perturbaciones energéticas tienden a reducir la inversión y la innovación en Europa, sobre todo en el caso de las empresas con restricciones financieras de sectores intensivos en energía.** Las empresas cotizadas en la UE recortan la inversión en respuesta a *shocks* energéticos (aproximados por perturbaciones del petróleo). El análisis empírico indica que un aumento del 1 % de los precios de la energía como consecuencia de una perturbación del petróleo disminuye de forma significativa la inversión en capital fijo (-4,1 % al cabo de un año), mientras que el gasto en I+D cae casi un 1 %, lo que refleja un impacto más moderado. Además, las empresas con restricciones financieras e intensivas energéticamente experimentan reducciones más acusadas de la inversión tras una subida de los precios del crudo.

**Estos resultados están en consonancia con abundante literatura en la que se documentan los efectos macroeconómicos negativos de las perturbaciones del petróleo y se confirma la importancia de reducir la vulnerabilidad de la UE frente a tales perturbaciones.** La UE tiene una fuerte dependencia de la energía importada, por lo que está más expuesta a perturbaciones energéticas que otras grandes economías. Dado que estas perturbaciones ejercen presiones a la baja sobre la inversión, y teniendo en cuenta que la ralentización de la inversión puede dar lugar a una disminución de la productividad, la UE corre el riesgo de perder competitividad gradualmente. Ello puede amenazar no solo la prosperidad actual, sino también la futura<sup>10</sup>.

**Por lo tanto, las medidas que se adopten tanto a escala nacional como europea deberían tener como objeto garantizar el suministro energético de la UE, reducir los precios de la energía y mitigar la exposición de las empresas a futuras perturbaciones energéticas.** Si bien las intervenciones nacionales son las más adecuadas para tratar los problemas específicos de cada país, las actuaciones de la UE deben orientarse a abordar los problemas comunes y fomentar la colaboración entre países. El informe Draghi y el informe Letta contienen varias propuestas para abordar estas cuestiones<sup>11</sup>, entre las que se incluyen el reforzamiento de la adquisición conjunta de importaciones de gas para aumentar el poder de mercado de la UE y un mayor uso de contratos de electricidad a largo plazo. En ambos informes también se hace hincapié en que la aceleración y simplificación de los procesos de concesión de permisos, la canalización de los fondos de la UE y la promoción de proyectos transfronterizos para impulsar la producción de energías renovables mejorarían la seguridad energética y reducirían

<sup>10</sup> Véase M. Draghi, «[The future of European competitiveness](#)», septiembre de 2024.

<sup>11</sup> Véanse E. Letta, «[Much More Than a Market — Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)», abril de 2024, y M. Draghi, *op. cit.*

los precios de la energía a medio plazo. Además, en el informe Draghi se sugieren medidas de apoyo específicas para las empresas intensivas en energía con el fin de garantizar que sigan siendo competitivas, contribuyendo al mismo tiempo a la descarbonización. Por último, avanzar en la unión de los mercados de capitales podría ayudar a aliviar las restricciones de financiación de las empresas, permitiéndoles invertir en la mejora de su eficiencia energética. Conjuntamente, estas medidas podrían reforzar la capacidad de resistencia de la UE frente a futuras perturbaciones y aumentar su competitividad a largo plazo.

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

## Causas de la resiliencia del mercado de trabajo de la zona del euro entre 2022 y 2024

Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder y Marco Weissler

### Introducción

**Tras la pandemia, el mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una resiliencia notable.** La tasa de paro ha permanecido en mínimos históricos y el empleo ha crecido de forma sostenida pese a la debilidad del crecimiento económico y a diversos retos que ha afrontado la economía, como la crisis energética desencadenada por la invasión rusa de Ucrania, las tensiones geopolíticas y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria. Entre el cuarto trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2024, el crecimiento acumulado del empleo (3,3 %) superó el avance acumulado del PIB real (2,4 %) en 0,9 puntos porcentuales. Esto es reseñable dado que, a finales de 2021, tanto el empleo como la producción habían recuperado por completo sus niveles respectivos anteriores a la pandemia. No obstante, la resistencia del empleo ha dado lugar a una reducción del crecimiento de la productividad del trabajo, medida en términos de producción media por empleado, que ha caído por debajo de su ya débil tendencia histórica.

**El aumento de los márgenes empresariales y la disminución de los salarios reales, junto con el descenso de las horas medias trabajadas por empleado, han permitido a las empresas contratar más trabajadores y retener personal durante un período de débil crecimiento económico, mientras que la mayor tasa de actividad ha ayudado a hacer frente a una posible escasez de mano de obra.** La escalada de la inflación al inicio de la crisis energética redujo de manera significativa los salarios reales, abaratando los costes de contratación de las empresas. Esto supuso un incentivo al factor trabajo, habida cuenta de la subida de los precios de la energía y de los insumos intermedios, lo que contribuyó a la resiliencia del mercado laboral durante un período de débil crecimiento económico. Además, los márgenes considerablemente más elevados permitieron a las empresas contratar más trabajadores o mantener su plantilla. Ante la escasez real o esperada de mano de obra, las empresas optaron por retener a sus empleados, dado que les pareció que esa opción era menos costosa que reemplazarlos una vez recuperadas de lo que se consideraba un entorno económico temporalmente falto de dinamismo. El descenso de las horas medias trabajadas por empleado, en un contexto de demanda de empleo todavía sólida, animó a las empresas a contratar más personal para mantener en su totalidad el uso del factor trabajo. La evidencia reciente procedente de encuestas sugiere que el mantenimiento de los trabajadores en plantilla fue uno de los factores que explican la disminución de las horas medias trabajadas por empleado, puesto que las empresas redujeron la jornada laboral en respuesta a su percepción de una disminución temporal de la demanda. Además, el crecimiento sostenido de la población activa en el período posterior a la pandemia

ha incentivado a las empresas a realizar nuevas contrataciones para hacer frente a la escasez de mano de obra real o prevista. La tasa de actividad se ha incrementado por encima de los niveles previos a la pandemia, impulsada principalmente por el paso de la inactividad al empleo. Las mujeres, los trabajadores de más edad, las personas con educación superior y los trabajadores extranjeros son los que más han contribuido a este aumento. Ante la posibilidad de una escasez de mano de obra, las empresas contrataron más trabajadores por precaución, a pesar de la atonía de la actividad económica.

**En este artículo se analiza detalladamente cada uno de estos cuatro factores, con el foco puesto en la dinámica del mercado de trabajo de la zona del euro en su conjunto.** La dinámica positiva en términos agregados pone de manifiesto una heterogeneidad cada vez mayor entre sectores, siendo los de baja productividad los que más contribuyen a los datos agregados. Aunque se reconoce que las diferencias entre países son significativas, el análisis del mercado de trabajo de la zona del euro a nivel agregado es fundamental para entender en profundidad la economía real y las decisiones de las empresas y los trabajadores que determinan la inflación de precios y salarios. Además, proporciona al BCE información importante que le resulta necesaria para adoptar decisiones de política monetaria eficaces, en consonancia con su mandato de mantener la estabilidad de precios.

## Conclusiones

**La resiliencia del mercado de trabajo es un factor importante para analizar la evolución futura de los salarios y la inflación.** Mediante un seguimiento estrecho de dicha resiliencia, los responsables de la elaboración de políticas pueden predecir y gestionar mejor la inflación, garantizando un crecimiento económico sostenible y estabilidad. Los factores que determinan la resiliencia del mercado laboral afectan de forma diferente a la respuesta de la inflación ante perturbaciones económicas. La resistencia actual del empleo ha estado determinada, principalmente, por la tendencia de las empresas a mantener trabajadores en plantilla y por el ajuste inmediato de los salarios reales en respuesta a la crisis energética. Por consiguiente, gran parte de la reciente fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro puede atribuirse a factores cíclicos que, en general, se espera que desaparezcan en el futuro.

**En adelante se espera que el mercado de trabajo de la zona del euro vuelva a aproximarse a su correlación histórica con la producción, dado que se prevé que algunos de los factores cíclicos que han sostenido el empleo desaparezcan.** Los precios de la energía y de los insumos intermedios se están normalizando, aunque en un nivel más elevado, mientras que la inflación está descendiendo y los salarios reales están repuntando. Esto restará relevancia a la sustitución entre el factor trabajo y otros factores. A medida que los beneficios se estabilicen y la demanda se debilite, el incentivo de las empresas para retener trabajadores se reducirá. Es probable que los factores estructurales, como una tendencia negativa de las horas medias trabajadas y de la dinámica de la población

activa, persistan en el medio plazo. Otros elementos estructurales están llamados a influir de forma significativa en la evolución futura de los mercados de trabajo. Entre ellos, destacan la actual reasignación de recursos y los esfuerzos que se están realizando para apoyar las transiciones ecológica y digital. Además, los cambios sociodemográficos desempeñarán un papel fundamental en la configuración de la dinámica de estos mercados.

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

## Cuatro años del programa *Next Generation EU*: valoración preliminar actualizada de su impacto económico

Krzysztof Bańkowski, Nicolai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell y Christoph Zwick

### Introducción

**Transcurridos cuatro años de implementación del programa *Next Generation EU* (NGEU), este artículo presenta una valoración actualizada de su impacto económico.** En julio de 2020, los Estados miembros de la Unión Europea acordaron poner en marcha el mayor programa de financiación de la historia de la UE, denominado *Next Generation EU* (NGEU), con el fin de respaldar la recuperación económica de Europa tras la pandemia y aumentar la competitividad y la resiliencia de sus economías, poniendo el foco en las transformaciones digital y ecológica. Para lograr estos objetivos, el programa ofrece a los Estados miembros de la UE apoyo financiero condicionado a la ejecución de proyectos concretos de inversión y reformas a lo largo del período 2021-2026. En un análisis previo llevado a cabo por el BCE se concluía que el NGEU podría cumplir esos objetivos, siempre que las inversiones y reformas previstas se implementaran de manera oportuna y eficaz<sup>1</sup>. Ahora, transcurrida más de la mitad del período de ejecución del NGEU, este artículo presenta una descripción de la situación hasta la fecha, así como una valoración actualizada del impacto económico del programa. El artículo se centra en los efectos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) —el elemento central del NGEU— sobre la economía de la zona del euro. Entre los países que integran dicha zona, se presta especial atención a Italia y a España como principales receptores de los fondos del MRR en términos absolutos.

### Conclusiones

**Se espera que el NGEU tenga un impacto positivo en el PIB de la zona del euro a largo plazo, al tiempo que su efecto en la inflación sería relativamente débil.**

Las estimaciones basadas en modelos sugieren que el gasto público y las reformas estructurales vinculadas al NGEU podrían aumentar el nivel del PIB de la zona del euro entre un 0,4 % y un 0,9 % para 2026, y entre un 0,8 % y un 1,2 % para 2031. Los rangos de las estimaciones reflejan la incertidumbre imperante en torno a los supuestos principales, sobre todo acerca de si las inversiones y reformas previstas se ejecutarán íntegramente y con eficacia. Se prevé que los efectos favorables del

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «*Next Generation EU: a euro area perspective*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022. Para más detalles, véase K. Bańkowski *et al.*, «*The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective*», *Occasional Paper Series*, n.º 291, BCE, 2022.

NGEU contribuyan a reducir las ratios de deuda pública sobre el PIB de los principales países beneficiarios. En términos nominales, el programa solo tendría un impacto moderado en la inflación de la zona del euro debido a los efectos contrapuestos de la demanda y la oferta.

**Sin embargo, es probable que el impacto positivo esperado sobre el PIB se materialice más tarde de lo previsto inicialmente y esté sujeto a riesgos a la baja.** Incluso el límite superior de las estimaciones actualizadas del impacto del NGEU sobre el nivel del PIB de la zona del euro en 2031 es inferior al estimado por el BCE a principios de 2022. Esta revisión a la baja refleja, en gran medida, los retrasos en la implementación de los planes nacionales de inversión y reformas. A su vez, estos retrasos obedecen principalmente a dificultades administrativas y a las ramificaciones de la perturbación de los precios energéticos a raíz de la guerra de Rusia en Ucrania. Pese a la escalada de la inflación, el valor real del programa se ha mantenido aproximadamente estable debido al aumento simultáneo de las subvenciones concedidas a los países de la zona del euro para financiar inversiones relacionadas con el MRR. Asimismo, se prevé que el impacto a largo plazo del NGEU sobre la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro sea acorde, en gran parte, con resultados anteriores. Por tanto, las revisiones de las estimaciones del PIB constituyen, en general, una modificación del perfil temporal, más que una reevaluación, de la eficacia a largo plazo del NGEU. Dados los desfases en la transmisión, podría afirmarse que es demasiado pronto para extraer conclusiones firmes sobre la eficacia de las inversiones y reformas vinculadas al NGEU. Aun así, el riesgo de una ejecución ineficaz o incompleta de las inversiones y reformas ligadas a este programa se ha incrementado desde 2022. Los retrasos observados hasta el momento en la implementación, sumados a la fecha fija de finalización del NGEU, sugieren que algunos proyectos podrían completarse apresuradamente, a costa de la calidad en la ejecución, o cancelarse del todo.

**Los países de la zona del euro pueden garantizar que las inversiones y reformas vinculadas al NGEU se implementen con mayor eficacia mediante la adopción de medidas focalizadas.** En particular, los Estados miembros podrían reorientar los recursos administrativos, hacer un uso más intensivo del apoyo técnico disponible por parte de la UE e identificar cambios regulatorios específicos que facilitaran el despliegue de sus proyectos NGEU. Estas medidas correctoras podrían aliviar cualquier dilema que surja entre la velocidad y la calidad en la ejecución del plan en la segunda mitad del período previsto para el NGEU, es decir, hasta agosto de 2026. En términos más generales, estas medidas son fundamentales para garantizar que el NGEU pueda liberar su potencial transformador y actuar como catalizador de la modernización y el fortalecimiento de las economías de la zona del euro.

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

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

## Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

Fuentes: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total		Demanda interna							Saldo exterior <sup>1)</sup>		
	Total	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
					Total	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)												
2021	12.612,9	12.106,2	6.453,7	2.785,8	2.734,4	1.403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6.111,6	5.605,0
2022	13.724,0	13.446,3	7.228,9	2.941,9	3.018,2	1.558,7	869,2	584,1	257,3	-277,8	7.395,1	7.117,4
2023	14.594,5	14.077,8	7.736,2	3.093,3	3.195,0	1.641,8	925,8	621,1	53,3	-516,7	7.375,6	6.858,9
2023 IV TR	3.706,5	3.570,3	1.960,5	791,7	814,6	411,8	230,6	170,6	3,5	-136,2	1.834,4	1.698,2
2024 I TR	3.738,8	3.564,1	1.981,3	796,5	798,9	413,6	226,6	157,1	-12,7	-174,7	1.852,2	1.677,5
II TR	3.764,1	3.577,5	1.989,6	810,3	781,9	410,6	227,9	141,8	-4,3	-186,6	1.894,9	1.708,3
III TR	3.800,2	3.638,3	2.009,0	818,3	802,4	412,2	225,2	163,3	8,7	-161,9	1.871,0	1.709,2
en porcentaje del PIB												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,2	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2023 IV TR	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 I TR	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
II TR	0,2	-0,1	0,0	1,2	-2,4	-0,9	0,3	-10,5	-	-	1,5	1,1
III TR	0,4	1,3	0,7	0,5	2,0	-0,1	-1,8	14,8	-	-	-1,5	0,2
tasas de variación interanual												
2021	6,3	5,1	4,7	4,3	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,3
2023	0,4	0,1	0,6	1,6	1,6	0,5	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 IV TR	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,2	-0,7	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 I TR	0,4	0,0	1,0	1,9	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
II TR	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
III TR	0,9	0,8	1,0	2,4	-1,3	-1,5	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2023 IV TR	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 I TR	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
II TR	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
III TR	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,8	2,6	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 IV TR	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 I TR	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
II TR	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
III TR	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2021	11.253,2	185,1	2.158,3	592,5	2.017,7	602,8	521,9	1.275,7	1.363,7	2.208,1	327,5	1.359,7
2022	12.339,7	217,9	2.421,3	647,1	2.342,5	633,0	543,3	1.341,1	1.490,9	2.324,5	377,9	1.384,3
2023	13.203,5	225,2	2.584,7	721,4	2.440,3	678,4	605,2	1.477,4	1.602,1	2.460,1	408,7	1.391,0
2023 IV TR	3.350,4	55,8	643,3	182,7	616,4	172,5	154,3	379,0	410,3	632,7	103,4	356,0
2024 I TR	3.370,0	55,8	631,9	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,0	368,8
II TR	3.389,8	56,0	627,5	184,7	628,5	177,2	159,4	386,9	418,4	645,4	105,9	374,3
III TR	3.417,9	56,7	632,2	185,1	632,3	179,6	160,6	386,9	422,9	654,6	107,1	382,3
en porcentaje del valor añadido												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2023 IV TR	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 I TR	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
II TR	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
III TR	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
tasas de variación interanual												
2021	6,2	2,6	8,1	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,1	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,2
2023	0,7	0,7	-1,5	1,2	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 IV TR	0,5	0,4	-2,4	1,7	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 I TR	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
II TR	0,6	-2,1	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
III TR	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2023 IV TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 I TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 IV TR	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024 I TR	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
II TR	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
III TR	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
en porcentaje del total de personas ocupadas													
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,5
tasas de variación interanual													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,0	3,2	0,6	4,4	0,4	1,3	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,9	1,7	1,3	1,0
2023 IV TR	1,3	1,4	0,9	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4
2024 I TR	1,1	1,1	0,8	-0,5	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
II TR	0,9	1,0	0,9	-0,5	0,5	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,6	0,9
III TR	0,9	0,9	0,8	-1,0	0,2	0,7	1,0	1,6	0,8	-1,8	1,0	1,6	1,0
Horas trabajadas													
en porcentaje del total de horas trabajadas													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
tasas de variación interanual													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,3	8,6	4,3	6,5
2022	3,5	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,4	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-1,9	0,6	0,9	1,7	3,5	0,1	1,5	1,7	1,5	1,6
2023 IV TR	1,4	1,6	0,4	-1,0	0,5	1,6	1,5	3,3	0,4	0,4	1,4	1,8	1,5
2024 I TR	0,7	0,7	0,4	-2,0	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,0	-0,7	1,1	1,0	0,4
II TR	0,8	0,9	0,5	-0,9	0,3	0,9	0,4	2,0	0,4	-1,9	1,1	1,4	1,5
III TR	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,6	0,6	-2,6	1,0	0,8	1,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
tasas de variación interanual													
2021	4,5	4,1	6,5	1,0	4,9	5,8	6,5	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,5
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,5	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,5	-0,7	3,4
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,5
2023 IV TR	0,1	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,2	-0,8	0,3	0,4	0,1
2024 I TR	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	0,2	-0,4	0,0
II TR	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,6
III TR	-0,5	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
						Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
			Millones	% de la población activa		Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	% del total de puestos de trabajo
	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		
2021	165,075	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,479	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,147	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2
2023	170,273	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,649	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 IV TR	171,064	2,9	11,161	6,5	2,3	8,793	5,7	2,367	14,8	5,649	6,2	5,511	6,9	2,9
2024 I TR	171,606	2,9	11,195	6,5	2,3	8,870	5,7	2,325	14,5	5,660	6,2	5,535	6,9	2,9
II TR	171,896	2,8	11,115	6,5	2,1	8,787	5,6	2,329	14,6	5,629	6,2	5,487	6,8	2,6
III TR	.	.	.	6,3	.	.	5,4	.	14,9	.	6,2	.	6,5	2,5
2024 May	-	-	11,083	6,4	-	8,744	5,6	2,339	14,6	5,640	6,2	5,442	6,8	-
Jun	-	-	11,076	6,4	-	8,735	5,6	2,341	14,6	5,676	6,2	5,400	6,7	-
Jul	-	-	10,957	6,4	-	8,574	5,5	2,383	14,9	5,702	6,2	5,256	6,5	-
Ago	-	-	10,834	6,3	-	8,450	5,4	2,384	14,9	5,630	6,1	5,204	6,5	-
Sep	-	-	10,844	6,3	-	8,452	5,4	2,392	14,9	5,629	6,1	5,215	6,5	-
Oct	-	-	10,841	6,3	-	8,414	5,4	2,427	15,0	5,612	6,1	5,229	6,5	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

### 2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor				Producción de servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
	Total	Manu- facturas	Bienes inter- medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,4	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,6	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,6	14,6
2023 IV TR	-3,9	-4,2	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,5	-0,6	-0,5	0,1	-4,1	1,7	4,1
2024 I TR	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	2,7	4,6
II TR	-3,7	-4,0	-2,5	-7,2	0,3	-0,1	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,6	1,8	4,1
III TR	-1,8	-2,2	-2,9	-3,9	2,0	1,9	-2,0	1,9	0,5	2,7	2,3	1,4	-9,5
2024 May	-3,6	-3,9	-3,4	-7,7	1,4	0,2	-2,4	0,4	0,5	0,6	0,3	1,9	-3,7
Jun	-4,2	-4,7	-1,6	-8,4	-0,1	2,0	-1,4	-0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	11,9
Jul	-2,1	-2,4	-3,0	-4,3	1,0	1,1	-2,3	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,2	-8,2
Ago	-0,1	-0,4	-3,1	0,4	1,0	2,6	-2,5	2,5	1,4	2,4	4,8	1,7	-12,8
Sep	-2,8	-3,3	-2,6	-6,4	3,9	1,9	-1,6	3,0	0,2	5,5	2,1	1,2	-7,3
Oct	.	.	.	.	.	.	.	1,9	0,6	2,7	1,9	.	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2024 May	-0,9	-0,9	-0,9	-2,7	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,1	-0,4	0,0	-0,3	-6,4
Jun	0,1	0,0	0,7	0,8	-1,1	1,7	0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	-1,2	13,8
Jul	-0,3	-1,0	-1,5	-1,0	1,0	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,8	-0,1	1,0	-11,3
Ago	1,5	1,4	-0,3	3,8	0,4	0,3	0,0	1,1	1,1	1,3	1,2	0,5	0,0
Sep	-2,0	-2,1	0,0	-3,8	1,2	-1,5	-0,1	0,5	-0,7	1,3	-0,6	-0,5	3,1
Oct	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	0,1	-0,9	-0,3	.	.

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufacturas	Producción manufacturera	Actividad de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2024	.	.	78,5	.	.	.	.	90,2	.	.	.	.
2024 I TR	96,0	-9,2	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,1	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
II TR	95,9	-10,2	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
III TR	96,2	-10,4	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
IV TR	.	.	77,3	.	.	.	.	90,4	.	.	.	.
2024 Jun	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,8	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
Jul	95,9	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,0	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Ago	96,4	-9,9	.	-13,5	-6,2	-7,9	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sep	96,3	-10,8	.	-13,0	-5,5	-8,2	6,8	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Oct	95,7	-12,6	77,3	-12,5	-4,8	-7,2	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov	95,8	-11,1	.	-13,7	-4,8	-4,4	5,3	.	45,2	45,1	49,5	48,3

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto		Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,2	94,3	2,4	3,5	17,9	7,7	7,5	36,8	7,5	79,2	5,8	10,2	3,5
2022	13,6	91,3	0,5	2,3	12,7	2,3	8,2	37,7	5,4	74,5	5,1	10,0	3,4
2023	14,1	85,3	1,2	1,9	3,0	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	1,7	0,8
2023 III TR	13,9	86,5	0,5	1,8	1,3	1,6	-0,6	36,5	5,6	70,7	2,4	-11,4	1,2
IV TR	14,1	85,3	1,4	1,9	2,2	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	-0,7	0,8
2024 I TR	14,5	84,1	2,8	2,0	-3,3	2,2	-0,7	34,9	4,6	69,4	1,9	-6,3	0,8
II TR	14,9	83,4	2,1	2,3	-1,8	2,9	0,9	34,3	3,9	69,3	2,1	-8,1	1,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023 IV TR	1.410,0	1.331,3	78,7	694,0	620,0	346,3	314,8	320,7	303,9	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 I TR	1.430,2	1.327,2	103,0	704,9	600,5	368,5	336,4	310,8	310,8	46,1	79,6	18,9	31,6
II TR	1.490,9	1.360,2	130,7	716,8	613,9	390,7	339,8	336,7	316,1	46,6	90,3	25,4	22,1
III TR	1.487,9	1.375,2	112,7	722,9	618,9	380,8	328,7	339,7	340,2	44,5	87,4	18,3	15,5
2024 Abr	498,0	454,9	43,1	240,3	205,8	128,9	112,8	112,6	106,6	16,3	29,6	6,9	8,7
May	493,6	458,7	34,9	237,7	205,0	129,5	110,4	112,5	113,9	13,9	29,3	8,2	7,6
Jun	499,2	446,6	52,7	238,8	203,1	132,4	116,5	111,6	95,6	16,4	31,4	10,3	5,8
Jul	497,1	456,9	40,2	240,7	204,1	127,2	109,6	114,0	114,2	15,2	28,9	6,4	6,7
Ago	500,1	464,7	35,4	242,0	207,5	130,6	111,9	112,7	115,3	14,8	30,0	7,3	3,9
Sep	490,7	453,7	37,0	240,2	207,2	123,1	107,2	112,9	110,7	14,5	28,5	4,6	4,9
transacciones acumuladas de 12 meses													
2024 Sep	5.819,0	5.393,9	425,1	2.838,5	2.453,3	1.486,3	1.319,6	1.307,8	1.271,0	186,4	349,9	125,1	110,4
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2024 Sep	38,8	35,9	2,8	18,9	16,3	9,9	8,8	8,7	8,5	1,2	2,3	0,8	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Total				Pro memoria: Manu- facturas	Total				Pro memoria:	
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 IV TR	-4,8	-16,4	708,7	333,8	144,4	215,5	586,0	671,6	384,3	108,2	159,4	476,6	81,3
2024 I TR	-2,7	-11,8	715,2	336,6	142,8	219,1	590,6	655,8	372,0	105,8	159,0	467,9	75,8
II TR	1,7	-4,5	717,5	338,7	136,7	223,5	592,9	671,5	383,8	109,1	162,0	480,2	78,9
III TR	2,4	0,2	711,7	.	.	.	589,2	674,4	.	.	.	486,9	.
2024 Abr	14,0	1,9	243,9	114,6	46,5	76,3	201,0	225,6	130,1	36,4	55,0	160,5	28,0
May	-0,8	-6,3	236,8	112,9	44,8	73,6	196,0	225,2	128,6	36,6	53,5	160,6	27,2
Jun	-6,4	-8,7	236,8	111,1	45,3	73,6	195,9	220,7	125,1	36,2	53,5	159,0	23,8
Jul	9,3	3,7	237,4	112,7	45,2	73,5	196,0	224,4	127,3	37,4	54,0	162,2	26,5
Ago	-2,8	-2,7	236,8	113,0	44,8	73,5	196,9	226,0	127,0	36,6	55,3	163,2	25,9
Sep	0,6	-0,6	237,6	.	.	.	196,3	224,1	.	.	.	161,5	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 III TR	-4,3	-10,3	96,3	94,4	96,4	102,4	95,8	106,5	104,6	111,8	110,7	109,0	172,5
IV TR	-3,8	-8,7	96,2	93,3	96,2	103,1	95,3	104,4	102,0	105,3	109,2	106,0	164,9
2024 I TR	-3,5	-6,6	96,7	94,3	93,5	104,2	95,5	102,9	100,4	102,1	108,1	103,3	164,3
II TR	-0,9	-4,3	95,6	93,3	88,7	105,4	94,4	103,7	101,3	105,2	108,5	104,7	168,8
2024 Mar	-9,9	-7,0	96,1	93,7	92,4	105,3	95,0	103,7	100,5	104,6	111,4	105,4	165,4
Abr	11,4	3,8	97,1	94,5	90,6	107,3	95,9	105,1	103,0	104,7	110,1	106,1	172,6
May	-3,6	-6,9	95,0	93,3	87,6	104,3	93,8	103,1	101,0	105,1	107,6	103,8	172,1
Jun	-8,7	-9,2	94,8	92,1	88,0	104,4	93,6	103,0	99,8	105,7	107,7	104,2	161,8
Jul	5,6	0,8	93,8	92,5	86,4	102,3	92,5	103,0	100,2	107,3	107,5	105,1	160,9
Ago	-5,1	-4,3	95,5	92,8	86,7	106,4	94,9	104,3	101,6	106,5	110,4	106,7	167,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total	Total, excluidos energía y alimentos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 IV TR	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,6	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 I TR	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
II TR	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
III TR	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
2024 Jun	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
Jul	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
Ago	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
Sep	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
Oct	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
Nov <sup>3)</sup>	126,7	2,3	2,7	.	3,9	0,1	0,2	0,3	0,1	0,6	-0,1	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% del total en 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 IV TR	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 I TR	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
II TR	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
III TR	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
2024 Jun	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1
Jul	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
Ago	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0
Sep	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0
Oct	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0
Nov <sup>3)</sup>	2,8	2,9	2,4	.	0,7	-1,9	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

### 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2021 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía				
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2023 IV TR	128,1	-8,4	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,0
2024 I TR	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
II TR	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	-6,8
III TR	124,4	-2,6	-0,6	0,4	-0,9	1,4	1,4	0,4	0,9	-8,9	3,0	.	.
2024 May	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-
Jun	123,2	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
Jul	124,2	-2,2	0,3	0,2	-1,1	1,3	1,2	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
Ago	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,8	1,4	1,3	0,3	0,8	-7,7	-	-	-
Sep	124,2	-3,4	-1,6	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	0,9	-11,5	-	-	-
Oct	124,7	-3,2	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,0	1,3	1,1	-11,2	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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: 2020 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimen- 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	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2021	102,1	2,1	2,8	2,2	2,0	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 IV TR	115,4	5,0	3,9	4,0	2,9	2,5	-1,7	-4,2	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 I TR	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,7	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
II TR	116,6	2,9	2,6	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
III TR	117,2	2,7	2,2	2,1	2,5	1,8	1,3	0,2	.	9,8	11,3	8,2	10,8	12,2	9,1
2024 May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	14,0	10,0	12,2	13,4	10,8
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,4	11,5	9,2	11,6	12,8	10,1
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	13,3	12,3	12,6	12,3	13,0

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

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

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

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	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
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 IV TR	3,7	18,6	17,5	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 I TR	4,6	16,5	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
II TR	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
III TR	6,5	13,0	12,3	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2024 Jun	6,2	13,6	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
Jul	6,8	14,7	12,3	2,0	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Ago	6,3	12,8	12,5	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sep	6,4	11,4	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Oct	6,7	11,9	13,9	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov	7,1	14,0	12,7	4,1	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y S&P Global Market Intelligence.

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
	1	2	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 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,1	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4
2022	105,8	4,7	3,9	7,2	5,0	4,0	2,9
2023	110,7	4,6	4,5	4,8	4,9	3,7	4,4
2023 IV TR	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 I TR	108,5	5,4	5,5	4,9	5,1	6,0	4,8
II TR	119,8	5,0	4,9	5,6	4,9	5,2	3,5
III TR	112,1	4,6	4,5	4,9	4,6	3,7	5,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad									
	1	2	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2021	99,7	-0,3	1,6	-3,0	4,8	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,3	4,4	7,9	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,5	6,6	5,1	2,3
2023 IV TR	111,9	6,4	3,9	8,5	4,5	7,2	3,1	8,5	3,0	4,7	5,5	3,9
2024 I TR	113,2	5,5	3,3	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
II TR	114,1	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,4	0,2	3,5	5,1	4,7
III TR	114,8	4,3	4,9	4,7	7,2	4,5	2,0	5,5	-0,1	3,5	4,4	4,0
Remuneración por asalariado												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,2	4,7	2,6	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,2
2023 IV TR	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,1	5,1
2024 I TR	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	3,9	5,1	4,0	5,1	5,3	6,3
II TR	119,5	4,7	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	5,8	3,7	4,7	4,9	5,0
III TR	120,5	4,4	4,2	4,2	4,6	4,4	4,2	5,2	3,7	4,3	4,5	4,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2021	104,7	4,7	2,0	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	0,9	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,4	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,8	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,4	-0,2	-0,3	2,9
2023 IV TR	104,6	-1,2	1,3	-2,9	0,0	-1,8	1,7	-2,5	1,1	0,7	-0,4	1,1
2024 I TR	104,6	-0,6	0,7	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
II TR	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,1	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
III TR	104,9	0,0	-0,7	-0,5	-2,5	0,0	2,1	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
Remuneración por hora trabajada												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,0	0,7	-1,5
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,7	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,6	6,3	4,5	4,5
2023 IV TR	110,8	4,9	5,4	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,0	4,9	4,7	4,6
2024 I TR	112,2	5,2	5,8	5,3	4,1	4,6	4,2	5,9	4,4	5,0	5,8	6,5
II TR	113,1	4,9	3,5	4,9	4,2	5,1	3,7	6,1	4,2	4,4	5,2	4,2
III TR	114,2	4,7	3,8	4,8	4,3	4,8	4,1	5,3	2,9	4,5	5,2	3,7
Productividad del trabajo por hora												
2021	100,2	0,2	1,0	2,9	-5,0	1,0	2,9	3,4	-3,9	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,2	0,0	0,4	-0,4	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,5	1,8	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,6	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 IV TR	98,7	-1,2	1,4	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,9	0,4	-0,7	1,0
2024 I TR	98,9	-0,2	2,3	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	0,0	2,8	0,7	0,1	1,3
II TR	98,9	-0,3	-1,2	-2,1	-2,8	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,0	0,0	-0,3
III TR	99,3	0,5	0,1	0,0	-2,3	0,5	2,2	-0,1	4,7	0,8	0,8	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 Jun	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
Jul	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
Ago	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
Sep	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
Oct	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Jun	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	2,91
Jul	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
Ago	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
Sep	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
Oct	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024 Jun	510,0	4.952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1.159,0	377,0	288,9	772,9	5.415,1	38.858,9
Jul	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9
Ago	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3
Sep	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4
Oct	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1.036,0	402,4	327,0	840,7	5.792,3	38.843,8
Nov	497,5	4.795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5.929,9	38.617,4

Fuente: LSEG.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE <sup>3)</sup>	Indicador sintético del coste de financiación
			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
2023 Nov	0,36	1,62	3,32	3,41	7,99	16,76	7,21	7,90	8,53	5,57	4,93	4,32	3,90	3,70	4,36	4,03
Dic	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,34	3,98
2024 Ene	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,93	8,02	8,72	5,37	4,88	4,08	3,67	3,52	4,16	3,88
Feb	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,85	4,02	3,64	3,49	4,13	3,85
Mar	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,05	3,81
Abr	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,04	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,43	4,05	3,81
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,05	3,81
Jun	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,42	7,71	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
Jul	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Ago	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,70	3,88	3,62	3,37	4,00	3,73
Sep	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,56	7,76	8,53	4,89	4,59	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Oct	0,36	1,74	2,73	2,62	8,05	16,90	7,24	7,71	8,47	4,65	4,37	3,70	3,47	3,22	3,79	3,55

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros				
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023	Nov	0,83	3,71	3,92	5,33	5,78	5,94	5,79	5,53	5,32	4,54	5,12	5,18	4,39	5,25
	Dic	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,68	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24
2024	Ene	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,21	5,20
	Feb	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,10	4,83	4,00	5,16
	Mar	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
	Abr	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,63	5,38	5,11	4,30	5,19	5,01	4,15	5,20
	May	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,18	5,12
	Jun	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
	Jul	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	5,00	4,13	5,06
	Ago	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,48	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
	Sep	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,01	4,64	4,04	4,72	4,47	3,87	4,80
	Oct	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,65	4,29	3,86	4,68

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas	
			Instituciones financieras distintas de IFM				de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM				de las cuales, Administración Central
			Total	FVC						Total	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2021	1.414,2	431,4	128,4	52,5	89,6	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.383,1	478,8	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,5	182,7	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1.553,4	612,7	152,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,6	212,6	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8
2024	1.512,6	559,6	166,1	56,8	93,0	693,9	639,8	451,8	172,7	104,8	39,5	41,4	132,9	101,9
May	1.529,2	566,0	162,2	56,5	89,2	711,8	658,2	426,6	162,2	94,0	40,0	39,7	130,7	94,2
Jun	1.544,1	564,0	174,5	57,5	94,6	711,1	651,1	495,3	183,0	120,5	45,3	48,8	142,9	114,7
Jul	1.552,2	560,4	174,1	54,0	94,5	723,2	659,5	445,5	190,1	102,0	40,8	30,5	123,0	101,3
Ago	1.547,3	588,6	168,6	51,3	84,1	706,0	642,4	475,1	202,4	90,6	37,1	38,2	143,9	112,8
Sep	1.532,3	569,0	167,0	52,4	83,6	712,6	655,4	453,9	156,1	120,7	41,0	38,1	139,0	124,0
Oct														
Largo plazo														
2021	19.863,2	4.124,5	3.357,1	1.377,6	1.617,9	10.763,7	9.942,7	316,6	68,5	83,4	34,0	23,2	141,5	128,0
2022	17.813,1	3.911,3	3.218,4	1.372,8	1.412,7	9.270,7	8.558,7	295,3	76,9	71,1	29,7	16,9	130,4	121,0
2023	19.457,7	4.450,3	3.382,2	1.380,5	1.524,2	10.101,0	9.361,3	325,6	94,1	72,2	28,2	21,2	138,2	129,7
2024	19.765,2	4.620,3	3.505,8	1.377,4	1.548,0	10.091,2	9.341,0	399,1	76,0	106,6	23,3	35,1	181,5	163,3
May	19.903,9	4.624,5	3.535,6	1.388,8	1.563,3	10.180,5	9.425,9	321,7	70,1	81,6	29,1	30,7	139,2	130,9
Jun	20.149,7	4.667,9	3.564,4	1.380,1	1.565,5	10.351,9	9.588,3	317,9	83,4	97,4	18,2	15,9	121,2	116,9
Jul	20.247,3	4.686,0	3.566,5	1.375,0	1.569,5	10.425,2	9.657,6	212,3	43,9	56,2	13,9	10,5	101,7	97,0
Ago	20.557,9	4.739,6	3.627,6	1.384,5	1.595,5	10.595,1	9.819,3	372,1	85,1	97,8	25,6	38,9	150,4	143,2
Sep	20.461,2	4.745,5	3.623,8	1.366,9	1.594,2	10.497,7	9.723,4	339,6	78,4	83,8	15,0	23,5	153,9	143,8
Oct														

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas				
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras		
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total					de las cuales, Administración Central	
			Total	FVC								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo												
2021	21.277,4	4.556,0	3.485,6	1.430,1	1.707,5	11.528,4	10.617,5	10.357,1	600,3	1.484,6	8.271,2	
2022	19.196,2	4.390,0	3.361,1	1.424,8	1.507,3	9.937,7	9.180,4	8.701,5	525,2	1.285,9	6.889,8	
2023	21.011,1	5.063,1	3.534,9	1.444,4	1.610,4	10.802,8	10.020,4	9.672,7	619,7	1.411,8	7.640,7	
2024 May	21.277,8	5.179,9	3.671,8	1.434,2	1.641,0	10.785,1	9.980,8	10.363,6	740,0	1.565,3	8.057,9	
Jun	21.433,1	5.190,5	3.697,8	1.445,3	1.652,5	10.892,3	10.084,0	10.058,5	687,2	1.515,2	7.855,6	
Jul	21.693,8	5.231,9	3.738,8	1.437,6	1.660,1	11.063,0	10.239,5	10.114,4	724,0	1.533,7	7.856,2	
Ago	21.799,5	5.246,4	3.740,6	1.429,0	1.664,1	11.148,4	10.317,1	10.246,0	723,8	1.557,5	7.964,2	
Sep	22.105,2	5.328,2	3.796,2	1.435,8	1.679,6	11.301,2	10.461,6	10.410,1	746,5	1.560,7	8.102,4	
Oct	21.993,4	5.314,5	3.790,8	1.419,3	1.677,8	11.210,3	10.378,8	10.097,2	751,1	1.548,1	7.797,5	
Tasa de crecimiento <sup>1)</sup>												
2024 Mar	5,9	11,5	4,7	2,8	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,9	-1,6	
Abr	5,7	10,3	4,4	1,1	3,0	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6	
May	5,4	8,7	3,6	-2,0	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3	
Jun	4,7	7,2	3,4	-2,6	3,4	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-0,9	-0,3	
Jul	4,3	5,5	4,0	-3,1	2,5	4,2	4,2	-0,3	-3,5	-0,6	0,0	
Ago	4,5	5,1	4,3	-2,9	3,1	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,5	0,0	
Sep	4,6	5,9	4,5	-2,7	3,0	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,4	0,0	
Oct	4,6	5,3	3,9	-4,1	3,1	4,6	4,6	0,3	-2,2	-0,3	0,0	

Fuente: BCE.

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,7	89,3	69,6	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,5	85,9	121,8	94,7
2023 IV TR	98,3	94,2	98,3	89,8	66,5	86,8	123,0	95,0
2024 I TR	98,4	94,4	98,4	89,7	67,5	86,8	123,7	95,2
II TR	98,7	94,6	98,5	89,8	67,1	86,9	124,1	95,2
III TR	99,0	95,0	98,7	.	.	.	125,1	95,6
2024 Jun	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0
Jul	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5
Ago	99,0	95,0	98,7	-	-	-	125,2	95,7
Sep	98,8	94,8	98,6	-	-	-	125,2	95,5
Oct	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov	97,5	93,6	97,4	-	-	-	123,5	94,1
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2024 Nov	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-	-0,7	-1,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2024 Nov	-1,2	-1,1	-1,3	-	-	-	0,1	-1,3

Fuente: BCE.

1) Para una definición de los grupos 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	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 IV TR	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 I TR	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
II TR	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
III TR	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
2024 Jun	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
Jul	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
Ago	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
Sep	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
Oct	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2024 Nov	-0,9	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	0,3	-0,1	0,0	1,6	-0,3	-2,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2024 Nov	-1,9	.	3,3	0,0	7,9	0,9	-1,6	-4,2	0,1	0,3	-2,9	-1,6

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2023 III TR	32.639,4	32.277,1	362,3	12.689,0	10.401,4	12.038,4	13.986,1	-41,8	6.840,2	7.889,6	1.113,6	16.574,5
IV TR	32.481,5	32.087,7	393,8	12.196,3	9.946,6	12.472,2	14.559,1	-29,0	6.694,2	7.582,0	1.147,8	16.225,4
2024 I TR	33.769,5	33.180,7	588,8	12.451,0	10.032,5	13.140,5	15.297,8	-26,0	6.989,0	7.850,4	1.215,1	16.671,9
II TR	34.313,4	33.303,1	1.010,3	12.443,6	9.914,5	13.567,6	15.592,8	-23,1	7.057,7	7.795,8	1.267,6	16.595,7
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2024 II TR	230,9	224,1	6,8	83,7	66,7	91,3	104,9	-0,2	47,5	52,5	8,5	111,7
<b>Transacciones</b>												
2023 IV TR	-324,7	-441,1	116,4	-323,5	-300,6	46,2	90,7	21,9	-75,7	-231,2	6,4	-
2024 I TR	571,6	461,0	110,6	140,1	49,4	167,1	189,3	13,0	250,1	222,3	1,2	-
II TR	163,7	32,5	131,2	-51,3	-117,5	180,1	261,3	12,2	18,9	-111,2	3,7	-
III TR	444,4	281,3	163,2	45,4	22,4	157,3	144,9	-7,4	253,0	114,0	-3,9	-
2024 Abr	71,7	48,5	23,2	-3,2	-29,1	28,6	42,6	12,7	32,8	34,9	0,8	-
May	100,0	82,1	17,8	-31,6	-39,4	77,1	75,2	-1,5	54,3	46,4	1,6	-
Jun	-8,0	-98,1	90,2	-16,5	-49,0	74,4	143,5	1,0	-68,2	-192,6	1,3	-
Jul	122,2	61,2	61,0	20,8	-0,1	55,5	33,1	-3,2	52,2	28,1	-3,2	-
Ago	115,9	88,3	27,6	3,7	11,2	37,7	37,0	1,2	76,3	40,1	-3,0	-
Sep	206,4	131,8	74,6	20,9	11,3	64,1	74,7	-5,4	124,5	45,8	2,4	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2024 Sep	855,0	333,6	521,4	-189,2	-346,3	550,7	686,0	39,8	446,3	-6,1	7,4	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2024 Sep	5,7	2,2	3,5	-1,3	-2,3	3,7	4,6	0,3	3,0	0,0	0,0	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	Total		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2021	1.469,1	9.820,7	11.289,7	913,0	2.505,7	3.418,7	14.708,4	117,8	644,2	25,5	787,5	15.495,9
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16.048,2
2023	1.535,6	8.809,5	10.345,1	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16.095,2
2023 IV TR	1.535,6	8.809,5	10.345,1	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16.095,2
2024 I TR	1.526,2	8.740,0	10.266,3	2.440,1	2.431,0	4.871,1	15.137,4	192,4	786,5	72,9	1.051,8	16.189,3
II TR	1.533,9	8.792,8	10.326,7	2.535,8	2.425,4	4.961,3	15.288,0	210,4	814,8	59,3	1.084,4	16.372,4
III TR <sup>(a)</sup>	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	857,4	47,3	1.142,1	16.541,8
2024 May	1.530,0	8.733,1	10.263,1	2.509,5	2.427,2	4.936,7	15.199,8	206,7	792,6	66,2	1.065,5	16.265,4
Jun	1.533,9	8.792,8	10.326,7	2.535,8	2.425,4	4.961,3	15.288,0	210,4	814,8	59,3	1.084,4	16.372,4
Jul	1.536,5	8.746,8	10.283,3	2.540,8	2.424,8	4.965,6	15.248,9	226,0	825,9	57,9	1.109,8	16.358,7
Ago	1.538,8	8.791,8	10.330,5	2.558,5	2.426,5	4.985,0	15.315,5	242,4	838,6	52,0	1.133,0	16.448,5
Sep	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	857,4	47,3	1.142,1	16.541,8
Oct <sup>(a)</sup>	1.545,6	8.894,8	10.440,3	2.557,3	2.427,6	4.984,9	15.425,2	248,9	853,1	50,2	1.152,2	16.577,4
Operaciones												
2021	106,5	905,3	1.011,9	-123,6	66,0	-57,5	954,3	11,9	20,2	13,6	45,7	1.000,0
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5
2023	-4,7	-969,2	-973,9	920,7	-99,5	821,2	-152,7	40,3	93,8	23,6	157,7	5,1
2023 IV TR	0,7	-144,5	-143,8	204,9	-6,5	198,5	54,7	31,5	26,5	-5,1	52,9	107,6
2024 I TR	-8,8	-75,0	-83,8	144,1	-28,9	115,2	31,4	9,9	46,7	7,1	63,7	95,1
II TR	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,2	-13,3	29,5	155,0
III TR <sup>(a)</sup>	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,7	-11,1	55,8	150,6
2024 May	-1,2	5,1	3,9	36,4	-1,5	34,9	38,8	2,5	-3,1	-4,6	-5,2	33,5
Jun	3,9	57,4	61,3	13,7	-1,8	12,0	73,2	3,3	20,8	-8,6	15,4	88,6
Jul	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-1,9	23,8	-12,7
Ago	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,7	66,0
Sep	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,3
Oct <sup>(a)</sup>	3,9	45,4	49,3	-36,9	2,7	-34,2	15,1	10,6	-5,3	3,5	8,8	23,9
Tasas de crecimiento												
2021	7,8	10,2	9,8	-12,0	2,7	-1,7	6,9	11,8	3,2	165,7	6,2	6,9
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0
2023 IV TR	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0
2024 I TR	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9
II TR	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2
III TR <sup>(a)</sup>	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2
2024 May	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,9	14,7	0,6	64,7	14,6	-21,7	17,6	1,6
Jun	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2
Jul	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,3	-26,1	21,4	2,4
Ago	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,0	-37,6	22,6	2,9
Sep	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2
Oct <sup>(a)</sup>	0,7	0,1	0,2	16,9	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,5	-37,2	20,0	3,4

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2021	3.228,3	2.802,0	290,9	128,2	7,3	8.087,9	5.381,4	372,4	2.333,3	0,7	1.264,5	225,6	550,9
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,2	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2023 IV TR	3.334,2	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024 I TR	3.337,8	2.381,4	817,8	127,8	10,9	8.457,8	5.056,9	1.133,0	2.266,9	1,0	1.243,9	223,6	540,4
II TR	3.380,3	2.409,1	833,1	127,3	10,8	8.529,0	5.060,9	1.203,4	2.263,4	1,3	1.299,6	221,8	533,8
III TR <sup>3)</sup>	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,9	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
2024 May	3.358,1	2.390,6	831,4	127,1	9,0	8.499,7	5.051,9	1.182,5	2.264,3	1,0	1.275,4	216,0	527,3
Jun	3.380,3	2.409,1	833,1	127,3	10,8	8.529,0	5.060,9	1.203,4	2.263,4	1,3	1.299,6	221,8	533,8
Jul	3.364,7	2.398,2	830,0	126,9	9,6	8.550,5	5.057,8	1.227,8	2.264,0	0,9	1.268,2	215,3	539,7
Ago	3.363,8	2.395,9	831,9	126,3	9,7	8.589,4	5.089,2	1.232,9	2.266,3	1,0	1.304,4	218,0	543,5
Sep	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,9	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
Oct <sup>3)</sup>	3.378,1	2.422,2	815,8	127,5	12,7	8.658,6	5.122,7	1.267,6	2.267,3	0,9	1.320,6	220,5	550,7
Operaciones													
2021	246,2	270,9	-21,2	-6,9	3,4	423,0	411,7	-65,1	76,5	-0,2	151,2	-10,0	49,3
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2023 IV TR	20,4	-10,4	34,0	-0,3	-2,9	72,3	-88,3	165,2	-5,3	0,6	-9,6	17,7	-15,3
2024 I TR	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
II TR	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
III TR <sup>3)</sup>	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
2024 May	10,5	6,6	5,9	0,0	-2,0	14,8	-8,6	23,9	-0,5	0,0	15,5	4,9	-3,2
Jun	17,7	17,5	-1,7	0,2	1,7	28,3	8,5	20,5	-0,9	0,3	14,6	5,6	6,3
Jul	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
Ago	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sep	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
Oct <sup>3)</sup>	9,3	14,9	-9,1	1,9	1,6	36,4	28,8	6,6	1,0	0,0	-13,2	-10,1	-0,6
Tasas de crecimiento													
2021	8,3	10,7	-6,8	-5,0	99,3	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,2	13,5	-4,3	9,9
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2023 IV TR	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024 I TR	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
II TR	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
III TR <sup>3)</sup>	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
2024 May	1,8	-5,3	31,6	-3,1	-11,2	1,6	-5,7	81,4	-3,9	10,9	2,9	-5,4	-6,8
Jun	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Jul	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
Ago	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sep	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Oct <sup>3)</sup>	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	8,0	3,6	0,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total		A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>			A empresas de seguros y fondos de pensiones
					Total	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2021	6.523,3	991,9	5.529,7	14.804,4	12.338,2	12.720,1	4.862,0	6.372,3	943,6	160,2	1.578,1	888,1
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.493,3	13.034,1	13.253,2	5.123,2	6.648,1	1.124,8	138,0	1.560,8	898,4
2023 IV TR	6.305,3	990,6	5.289,3	15.493,3	13.034,1	13.253,2	5.123,2	6.648,1	1.124,8	138,0	1.560,8	898,4
2024 I TR	6.220,9	977,6	5.217,8	15.545,4	13.045,5	13.276,9	5.115,5	6.642,2	1.150,6	137,2	1.569,9	930,1
II TR	6.195,5	978,6	5.191,1	15.572,5	13.101,2	13.339,7	5.127,6	6.644,8	1.197,9	130,9	1.554,2	917,1
III TR	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6
2024 May	6.181,8	974,2	5.181,9	15.538,0	13.070,7	13.305,8	5.117,2	6.641,9	1.180,9	130,6	1.546,3	921,0
Jun	6.195,5	978,6	5.191,1	15.572,5	13.101,2	13.339,7	5.127,6	6.644,8	1.197,9	130,9	1.554,2	917,1
Jul	6.222,2	973,9	5.222,6	15.597,0	13.125,3	13.357,4	5.124,8	6.645,6	1.222,7	132,2	1.547,0	924,7
Ago	6.234,1	976,8	5.231,7	15.614,8	13.133,2	13.366,9	5.128,0	6.655,4	1.216,5	133,3	1.556,4	925,2
Sep	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6
Oct	6.245,7	986,6	5.233,4	15.660,4	13.165,4	13.415,3	5.143,5	6.661,0	1.225,2	135,7	1.565,7	929,2
Operaciones												
2021	660,6	-1,9	672,1	562,9	475,4	508,5	176,4	261,6	47,4	-9,9	77,8	9,6
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1
2023 IV TR	-3,8	3,7	-7,9	32,8	38,0	62,4	6,0	15,9	16,0	0,2	-20,5	15,3
2024 I TR	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6
II TR	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4
III TR	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9
2024 May	-23,3	0,0	-23,4	-2,8	5,8	7,2	7,1	0,1	4,3	-5,6	-10,2	1,6
Jun	8,4	4,2	4,1	26,8	19,8	25,1	10,3	4,1	5,3	0,1	7,6	-0,6
Jul	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2
Ago	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3
Sep	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9
Oct	7,9	9,6	-1,7	26,8	20,7	38,9	5,5	0,1	12,2	2,8	3,5	2,6
Tasas de crecimiento												
2021	11,2	-0,2	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2023 IV TR	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2024 I TR	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1
II TR	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
III TR	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
2024 May	-1,4	-1,4	-1,4	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,4	5,2
Jun	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
Jul	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3
Ago	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0
Sep	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Oct	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,6	0,6	0,5	8,6	0,3	-0,5	3,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2021	4.862,0	4.992,8	882,4	1.004,6	2.975,1	6.372,3	6.637,6	696,1	4.970,4	705,9
2022	5.126,5	5.127,5	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.139,6	907,3	1.090,3	3.125,6	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2023 IV TR	5.123,2	5.139,6	907,3	1.090,3	3.125,6	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024 I TR	5.115,5	5.132,8	890,3	1.088,1	3.137,1	6.642,2	6.873,7	738,9	5.221,4	682,0
II TR	5.127,6	5.145,7	899,9	1.087,7	3.140,1	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
III TR	5.138,7	5.159,3	912,4	1.088,8	3.137,4	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
2024 May	5.117,2	5.131,8	889,0	1.086,7	3.141,6	6.641,9	6.878,6	739,5	5.223,1	679,3
Jun	5.127,6	5.145,7	899,9	1.087,7	3.140,1	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
Jul	5.124,8	5.141,0	898,6	1.086,8	3.139,5	6.645,6	6.883,9	739,4	5.230,7	675,5
Ago	5.128,0	5.135,5	898,0	1.086,3	3.143,6	6.655,4	6.890,7	741,5	5.239,5	674,3
Sep	5.138,7	5.159,3	912,4	1.088,8	3.137,4	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
Oct	5.143,5	5.159,0	919,5	1.089,2	3.134,8	6.661,0	6.907,5	743,0	5.240,6	677,4
Operaciones										
2021	176,4	207,7	-0,3	2,2	174,5	261,6	267,5	10,5	254,8	-3,8
2022	269,0	308,7	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,3	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2023 IV TR	6,0	27,5	3,3	4,0	-1,3	15,9	4,8	4,0	15,7	-3,8
2024 I TR	-2,1	0,5	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
II TR	14,2	16,6	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
III TR	10,2	12,0	6,2	3,5	0,5	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
2024 May	7,1	3,9	8,8	-0,2	-1,6	0,1	3,8	1,0	-0,1	-0,8
Jun	10,3	15,2	10,1	1,0	-0,9	4,1	3,7	-1,0	3,9	1,3
Jul	-0,1	-2,0	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
Ago	7,2	-1,7	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sep	3,0	15,7	5,2	3,5	-5,7	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
Oct	5,5	3,1	5,9	0,4	-0,8	0,1	8,9	2,8	-3,2	0,5
Tasas de crecimiento										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 IV TR	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 I TR	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
II TR	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
III TR	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
2024 May	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,8
Jun	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Jul	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
Ago	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
Sep	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Oct	0,6	1,2	1,6	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8

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 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.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total		
								Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2021	736,6	6.888,2	1.839,9	37,0	1.999,1	3.012,3	1.376,0	416,9	128,5	136,8
2022	639,4	6.732,9	1.783,0	45,7	2.110,7	2.793,4	1.332,5	346,2	137,2	147,2
2023	447,4	7.326,8	1.827,5	90,2	2.416,7	2.992,4	1.858,3	212,6	155,0	152,6
2023 IV TR	447,4	7.326,8	1.827,5	90,2	2.416,7	2.992,4	1.858,3	212,6	155,0	152,6
2024 I TR	395,4	7.457,1	1.828,2	103,9	2.492,2	3.032,8	2.049,8	225,6	178,0	174,2
II TR	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.530,1	3.057,9	2.242,6	298,4	182,6	176,5
III TR <sup>3)</sup>	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.488,9	246,2	184,9	188,5
2024 May	441,5	7.490,2	1.823,9	108,5	2.518,8	3.039,0	2.219,9	257,3	159,1	165,0
Jun	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.530,1	3.057,9	2.242,6	298,4	182,6	176,5
Jul	404,8	7.578,3	1.821,5	111,6	2.528,5	3.116,8	2.341,3	181,3	166,9	154,9
Ago	419,2	7.608,9	1.822,6	112,7	2.537,4	3.136,3	2.396,4	231,3	193,2	170,7
Sep	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.488,9	246,2	184,9	188,5
Oct <sup>3)</sup>	445,3	7.750,8	1.831,7	115,7	2.561,0	3.242,3	2.598,8	268,6	169,6	172,2
Operaciones										
2021	21,2	-37,9	-74,8	-5,0	-39,8	81,7	-112,6	-127,5	-8,3	-4,3
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,3	-208,8	19,7	9,0
2023 IV TR	-7,3	62,2	-11,1	16,4	63,4	-6,5	166,5	-32,9	1,2	-10,7
2024 I TR	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	138,7	18,8	25,6	21,5
II TR	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	149,6	49,3	4,6	2,3
III TR <sup>3)</sup>	-7,7	68,4	7,5	4,4	40,7	15,9	173,6	-26,7	2,4	12,0
2024 May	2,3	11,8	-2,0	1,8	6,6	5,4	58,0	15,7	-4,5	-12,4
Jun	-31,1	18,5	3,5	1,4	4,9	8,8	4,7	36,2	23,5	11,4
Jul	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,5	-15,7	-21,6
Ago	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,3	28,0	26,4	15,8
Sep	-16,4	32,9	11,1	1,6	13,9	6,3	61,3	35,9	-8,3	17,8
Oct <sup>3)</sup>	42,9	8,7	-3,1	1,4	5,1	5,3	43,9	-3,1	-15,3	-16,3
Tasas de crecimiento										
2021	3,0	-0,5	-3,9	-12,0	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 IV TR	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 I TR	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1
II TR	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
III TR <sup>3)</sup>	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
2024 May	-10,7	4,5	0,6	84,9	11,2	0,2	-	-	-6,1	-8,6
Jun	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
Jul	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0
Ago	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6
Sep	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Oct <sup>3)</sup>	0,7	3,7	0,1	47,0	8,7	0,8	-	-	5,6	13,7

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:
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	Déficit (-)/superávit (+) primarios
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 III TR	-3,8	.	.	.	.	-2,0
IV TR	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 I TR	-3,5	.	.	.	.	-1,7
II TR	-3,4	.	.	.	.	-1,6

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
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 III TR	45,9	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,6	44,3	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
IV TR	45,9	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 I TR	45,9	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
II TR	46,1	45,3	13,3	12,3	14,6	0,8	49,5	44,3	9,9	5,9	1,8	22,6	5,2

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

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

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		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
					Total	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 III TR	88,4	2,5	12,1	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 I TR	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial tipo de interés-crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 III TR	-2,5	2,0	-0,3	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,4	-4,2	2,8
IV TR	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 I TR	-1,5	1,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-2,7	2,6
II TR	-0,7	1,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	2,8

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

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 III TR	-4,1	-3,1	-2,1	1,4	-1,4	-4,3	-5,4	-0,4	-7,1	2,3
IV TR	-4,3	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 I TR	-4,1	-2,6	-3,0	1,5	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
II TR	-4,4	-2,5	-3,6	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Deuda de las AAPP										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 III TR	107,7	63,8	18,7	43,0	170,7	107,4	111,4	63,3	135,5	75,1
IV TR	105,2	62,9	20,2	43,3	167,5	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2024 I TR	108,4	62,6	24,1	42,5	165,4	106,3	110,6	62,0	135,2	72,6
II TR	108,0	61,9	23,8	42,8	163,6	105,3	112,2	60,1	137,0	70,5
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 III TR	-3,5	-1,0	-0,6	-3,4	-0,5	-3,2	0,4	-2,9	-3,6	-2,2
IV TR	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 I TR	-1,9	-0,6	0,0	-3,8	-0,3	-2,9	0,9	-2,1	-5,1	-3,4
II TR	-1,8	-0,9	0,1	-3,4	0,1	-3,4	1,3	-2,0	-5,5	-4,0
Deuda de las AAPP										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 III TR	44,2	36,7	25,7	46,9	44,4	78,2	106,3	71,0	58,3	74,7
IV TR	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	77,7	97,9	68,4	56,1	77,1
2024 I TR	46,3	39,1	27,1	47,2	43,9	79,8	99,4	70,1	60,6	78,1
II TR	46,4	37,4	26,8	46,7	43,2	81,6	100,6	69,6	60,4	80,0

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2025

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 11 de diciembre de 2024.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-24-008-ES-N (edición electrónica)