

Recuadros

1

¿Por qué la inversión empresarial en la zona del euro va a la zaga de la de Estados Unidos?

Malin Andersson, Valerie Jarvis y Michel Soudan

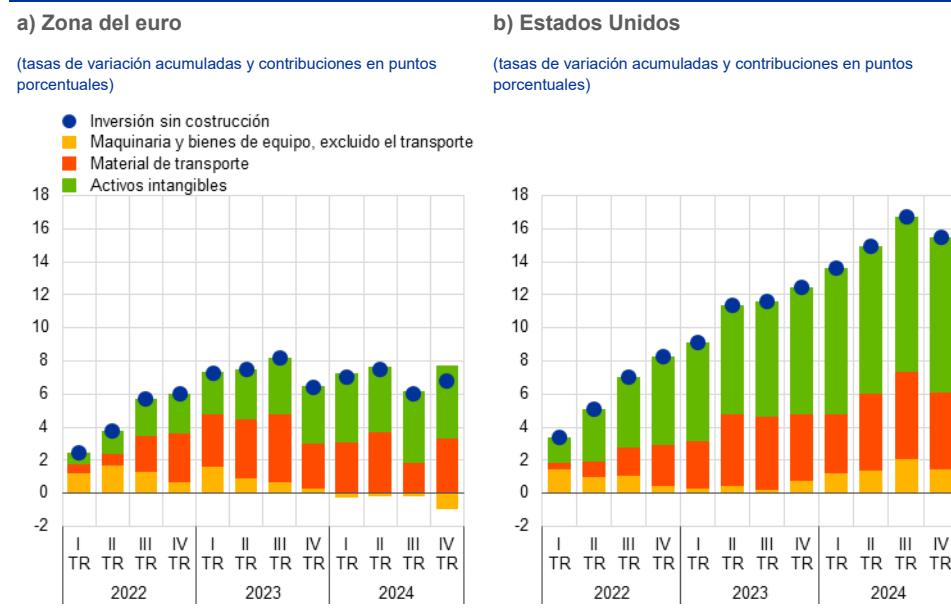
El crecimiento de la inversión empresarial en la zona del euro ha sido menos dinámico que en Estados Unidos, y sus perspectivas siguen siendo menos favorables¹. En el período posterior a la pandemia comprendido entre el cuarto trimestre de 2021 y el cuarto trimestre de 2024, la inversión empresarial aumentó un 15,4 % en Estados Unidos, más que duplicando el incremento acumulado del 6,8 % en la zona del euro durante ese período (gráfico A)². Por componentes, la inversión en activos intangibles —como los productos de propiedad intelectual (PPI)— es la que más ha contribuido al diferencial observado, dado que, en la zona del euro, la inversión en estos activos (excluidos los PPI de Irlanda, que muestran volatilidad) solo ha crecido la mitad que en el país norteamericano. Por lo que se refiere a las otras principales clases de activos, la contribución del material de transporte a la inversión fue solo algo más reducida en la zona del euro que en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la inversión en maquinaria y bienes de equipo disminuyó en dicha zona, mientras que continuó siendo ligeramente positiva en Estados Unidos.

¹ Para conocer un análisis anterior, véase el recuadro titulado «[La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

² Los datos detallados de las cuentas nacionales no estuvieron disponibles hasta poco después de la fecha límite de recepción de los datos de este Boletín Económico. La inversión empresarial se aproxima por la inversión sin construcción del total de la economía de la zona del euro (excluidos los PPI de Irlanda, que muestran volatilidad) y por la inversión fija privada no residencial excluidas las estructuras en Estados Unidos. Por lo que respecta a la zona del euro, véase «[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 350, BCE, 2024.

Gráfico A

Inversión empresarial y desglose por activos



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: La inversión sin construcción y los activos intangibles de la zona del euro excluyen los productos de propiedad intelectual (PPI) de Irlanda. En Estados Unidos, la inversión sin construcción se refiere a la inversión fija privada no residencial excluidas las estructuras. Los activos intangibles se refieren a los PPI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

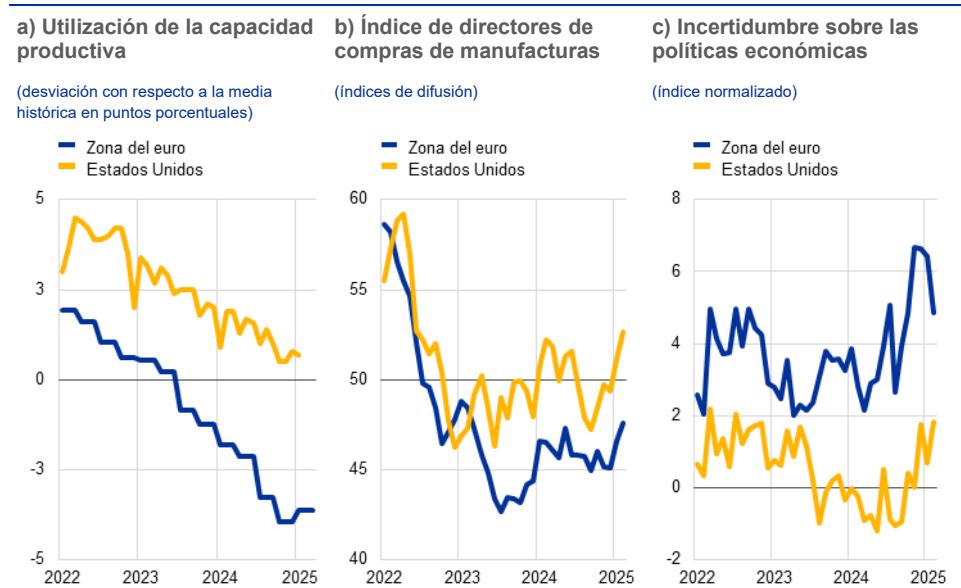
La mayor debilidad de la inversión en activos tangibles en la zona del euro puede explicarse, en parte, por el retroceso de la demanda. Desde principios de 2022, la demanda interna de bienes —un determinante clave de la inversión tangible en maquinaria y bienes de equipo, incluido el transporte— ha sido considerablemente más reducida en la zona del euro. Como resultado, la utilización de la capacidad productiva ha descendido notablemente por debajo de su media histórica desde mediados de 2023 (panel a del gráfico B). La mayor fortaleza de la demanda agregada en Estados Unidos, respaldada por un rápido despliegue de medidas de estímulo de la inversión, mantuvo la utilización de la capacidad productiva del sector manufacturero por encima de la media anterior a la pandemia. Además, es probable que las subidas más pronunciadas de los precios de la energía en la zona del euro, unidas al aumento de la incertidumbre geopolítica tras la invasión rusa de Ucrania, hayan frenado en mayor medida la demanda de inversión en la zona del euro que en Estados Unidos, dada la mayor dependencia de la UE del gas ruso como fuente de energía y la proximidad a la zona del conflicto. El impacto de estos factores habría sido tanto directo, a través de incrementos de los costes de producción y de la disminución de la confianza, como indirecto, materializado en pérdidas de competitividad en los mercados de exportación³. En la zona del euro, la confianza se ha deteriorado de manera especialmente acusada y prolongada desde 2022 (panel b del gráfico B). El hecho de que la incertidumbre sobre las políticas económicas fuera más elevada en la zona del euro que en

³ Véase el artículo titulado «Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area», Boletín Económico, número 6, BCE, 2024.

Estados Unidos durante este período también ha lastrado más la demanda de inversión en la zona que en el país norteamericano (panel c del gráfico B)⁴.

Gráfico B

Utilización de la capacidad productiva, índice de directores de compras de manufacturas e incertidumbre sobre las políticas económicas



Fuentes: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea; S&P Global Market Intelligence; Baker et al. «[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636; y cálculos del BCE.

Notas: La utilización de la capacidad productiva se muestra como la desviación con respecto a la media del período 1999-2019 y la incertidumbre sobre las políticas económicas de la zona del euro es la media ponderada por el PIB de las cuatro mayores economías de la zona (normalizada para el período 1999-2019). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para la utilización de la capacidad productiva en Estados Unidos, a febrero de 2025 para el índice de directores de compras (PMI) y para la incertidumbre sobre las políticas económicas y al primer trimestre de 2025 para la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

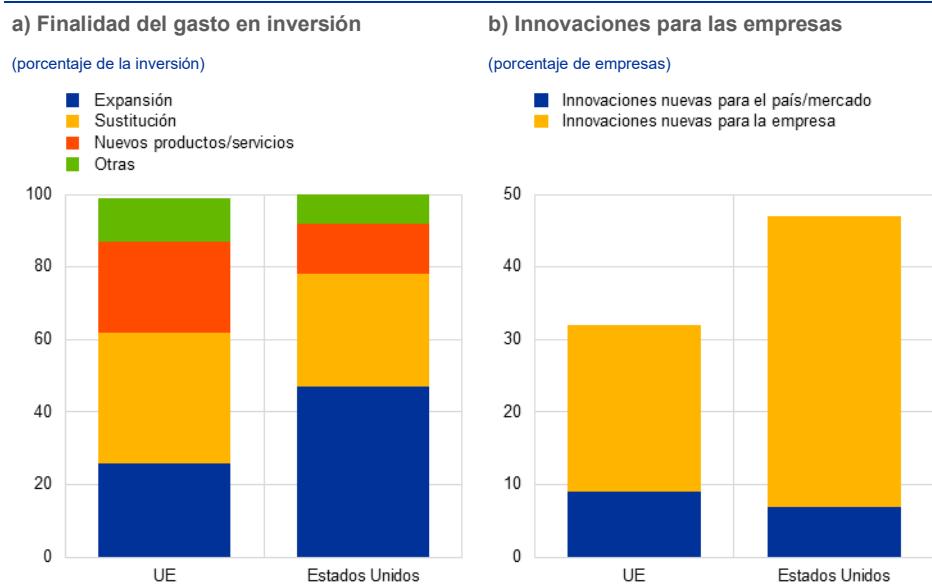
También se observa un diferencial significativo en la inversión en activos intangibles, relacionado con el gasto en innovación e investigación y desarrollo (I+D), lo que contribuye a aumentar la brecha de productividad entre la UE y Estados Unidos. Según la [encuesta sobre inversión de 2024](#) del Banco Europeo de Inversiones (BEI), que proporciona datos comparativos obtenidos de una amplia encuesta a empresas de Estados Unidos y de la UE, la expansión de la capacidad ha impulsado más la inversión en el país norteamericano que en la UE. En cambio, en la UE, la finalidad principal de la inversión ha sido la sustitución (panel a del gráfico C)⁵. Las empresas estadounidenses también tienden a focalizar más su inversión en la innovación que las de la UE (panel b del gráfico C). El informe [2024 EU Industrial R&D Scoreboard](#) muestra que la inversión en I+D en la zona del euro se centra en sectores maduros, como el de automóviles y bienes de equipo, mientras que en Estados Unidos se concentra cada vez más en actividades basadas en las TIC, incluidos centros de datos e instalaciones relacionadas con la inteligencia artificial. La inversión en intangibles es fundamental para el crecimiento

⁴ Para un análisis del impacto adverso de la incertidumbre sobre las políticas en la inversión, véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «[¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024, y Chen et al., «[The economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market](#)», *Applied Economics*, vol. 51, n.º 31, 2019, pp. 3423-3435.

⁵ Aún no se dispone del desglose de la zona del euro.

a largo plazo y es probable que esté contribuyendo a la ampliación de la brecha de productividad entre las dos economías⁶.

Gráfico C
Inversión e innovación



Fuente: Encuesta del BEI sobre inversión 2024.

Notas: En el panel a, la suma de las cifras puede no ser igual a 100 debido al redondeo. En el panel b, los datos se basan en las respuestas a dos preguntas sobre la proporción de la inversión total dedicada al desarrollo o a la introducción de nuevos productos, procesos o servicios, con un desglose por innovaciones nuevas para la empresa, para el país o para el mercado mundial. Las últimas observaciones corresponden a 2024.

Las empresas apuntan a la existencia de mayores obstáculos a la inversión en la UE que en Estados Unidos. En la UE, los principales obstáculos señalados por las empresas están relacionados con la falta de personal cualificado, los altos costes de la energía, la elevada incertidumbre y la carga regulatoria, según la encuesta del BEI sobre inversión de 2024 (gráfico D). Tanto los costes de la energía como la incertidumbre parecen ser algo más importantes en la UE que en Estados Unidos, debido, en parte, a la mayor exposición de las empresas de la UE al impacto de la guerra de Rusia en Ucrania. Aunque la incertidumbre podría considerarse un factor transitorio, es probable que las importantes y prolongadas diferencias en los costes de la energía, en la regulación de los mercados de productos y laborales, así como en aspectos relacionados con los diferenciales de productividad, sean más persistentes⁷. La regulación más onerosa también está contribuyendo a un entorno empresarial menos dinámico en la zona del euro, con menos entradas y salidas de empresas y, por lo general, un crecimiento empresarial

⁶ Véanse McKinsey & Company, «[Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?](#)», 2021; el recuadro titulado «[Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos: evolución a corto y largo plazo](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024, y Herzog, Stein y Horn, «[The Productivity Puzzle: It's the lack of Investment, Stupid!](#)», *Intereconomics*, n.º 2, 2018.

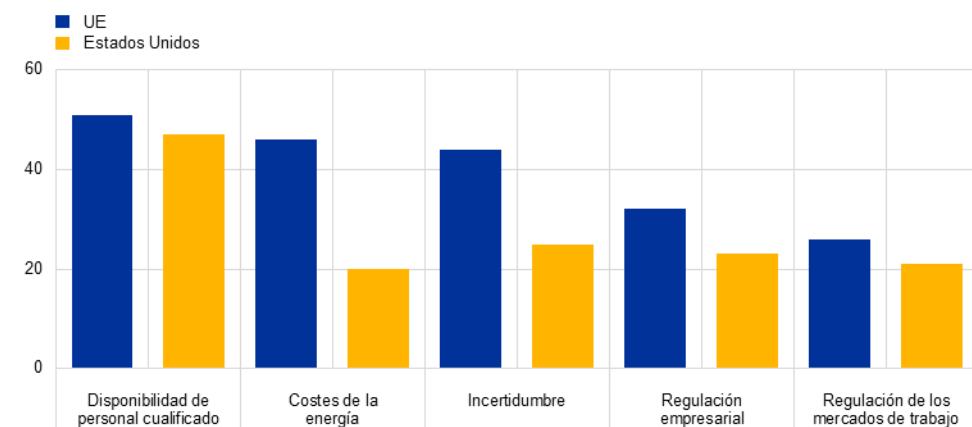
⁷ Véase el artículo titulado «[European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025.

más débil. Es posible que estos factores frenen la inversión, sobre todo en activos intangibles⁸.

Gráfico D

Principales obstáculos a la inversión percibidos

(contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta del BEI sobre Inversión 2024.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a 2024.

Una aplicación más rápida de las políticas de estímulo de la inversión también contribuyó al repunte más rápido y fuerte de la inversión en Estados Unidos.

Aunque se espera que los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU), que ascienden a 750 mm de euros, impulsen la inversión empresarial de la UE en digitalización y transición ecológica, su despliegue ha sido muy gradual y se ha retrasado. El tamaño de los multiplicadores fiscales asociados también es incierto⁹. En Estados Unidos, la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*, IRA, por sus siglas en inglés), junto con la Ley de Chips y Ciencia (*CHIPS and Science Act*), comportan un gasto de unos 835 mm de dólares estadounidenses en energía limpia y fabricación de chips. En términos absolutos, esta cifra es ligeramente superior a la del programa NGEU de la UE, pero representa una proporción menor del PIB. Estos programas ya han dado un importante impulso a la inversión privada no residencial en estructuras en Estados Unidos, que no se incluye en el gráfico A. El impacto es particularmente evidente en la inversión en el sector de manufacturas, sobre todo en la inversión en fábricas, que se ha incrementado más que en la UE¹⁰. El despliegue más rápido de la financiación asociada a la IRA en comparación con el NGEU puede reflejar, en parte, la mayor

⁸ Véase Thum-Thyssen *et al.*, «Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investment in intangible vs tangible assets?», vol. 51, diciembre de 2019, pp. 77-88.

⁹ Para más información sobre el impacto económico y sobre los multiplicadores fiscales, véanse, respectivamente, el artículo titulado «Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact», Boletín Económico, número 8, BCE, 2024, y «The real effects of Next Generation EU», Recovery Watch, 2024.

¹⁰ La IRA impulsó la inversión en fábricas y otras instalaciones de producción, especialmente la construcción de centros de datos, un desarrollo que ha sido mucho menos pronunciado en la UE, excepto en Irlanda. Dado que el presidente Trump paralizó todos los desembolsos de fondos relacionados con la IRA el 20 de enero de 2025, existen dudas sobre sus posibles beneficios a largo plazo. La inversión no residencial en estructuras manufactureras en Estados Unidos creció un 112 % entre finales de 2021 y el tercer trimestre de 2024, aunque solo ascendió al 0,5 % del PIB y a menos del 4 % de la inversión fija privada no residencial.

madurez del mercado único de Estados Unidos. Además, la IRA se focaliza en los créditos fiscales federales directos a empresas y hogares, mientras que las políticas fiscales en la UE siguen siendo nacionales¹¹.

Las recientes iniciativas de políticas económicas de la UE para mejorar el entorno de inversión en la zona del euro deberían ayudar a cerrar la brecha con Estados Unidos. La Brújula para la Competitividad que anunció recientemente la Comisión Europea es un avance positivo. En particular, la Brújula trata de impulsar la competitividad y la innovación a través de las siguientes medidas: simplificar y reducir la carga regulatoria, eliminar los obstáculos para beneficiarse plenamente del mercado único, coordinar mejor las políticas a escala nacional y de la UE, y mejorar el acceso a la financiación y su asequibilidad. Por tanto, es fundamental avanzar en la agenda de la unión de los mercados de capitales, en particular porque unos mercados de capital riesgo más sofisticados facilitarían a las empresas innovadoras de la UE el acceso al capital riesgo y su crecimiento. Por ello es de suma importancia implementar estas medidas con rapidez.

¹¹ Véase Cahen *et al.*, «Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to response», *Eurofi Regulatory Update*, febrero de 2024.

2

¿Han perdido las exportaciones de la zona del euro el tren de la tecnología?

Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt y Stefan Schaefer

Las cuotas de exportación de la zona del euro han disminuido desde la pandemia. La cuota de las empresas de la zona del euro en las exportaciones mundiales de bienes ha descendido en torno a 2 puntos porcentuales desde 2019¹. La debilidad del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro es una muestra de que las ganancias de productividad de las empresas europeas son menores que las de otras grandes economías. Aunque son varios los factores que están detrás de los problemas de competitividad de la zona del euro, en el informe Draghi se señaló que la falta de competitividad de Europa en los sectores de alta tecnología es uno de los principales que explican la atonía de la economía de la zona del euro². En este recuadro se analiza la composición sectorial de la evolución económica reciente de la zona del euro en los mercados mundiales, clasificando las exportaciones según la intensidad de su contenido tecnológico, como se refleja en el nivel de gasto en investigación y desarrollo en relación con el valor añadido. De este modo es más fácil identificar los factores sectoriales que explican las pérdidas de cuota de mercado. Concretamente, se estudia si las pérdidas de cuota de exportación de la zona del euro en términos agregados reflejan una presencia limitada en sectores altamente tecnológicos que crecen con rapidez o un deterioro de su evolución en los sectores consolidados.

Comprender el papel de la composición sectorial de la dinámica exportadora es importante cuando se analiza el impacto de los instrumentos de política que se han utilizado en los últimos años para impulsar la producción en sectores concretos. Desde 2019, tanto Estados Unidos como China han introducido nuevas políticas, también con vistas a reforzar el dinamismo de sus mercados de exportación en sectores específicos. En Estados Unidos, la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*) y la Ley de Chips y Ciencia (*CHIPS and Science Act*) tienen por objeto aumentar la inversión en sectores de alta tecnología y relocatear la producción en Estados Unidos. En China, las políticas gubernamentales dirigidas a desarrollar *national champions* siguen la estrategia establecida desde hace tiempo de impulsar los avances tecnológicos a través de importantes subvenciones a las industrias de alta tecnología³. Estas ayudas han dado lugar a un exceso de capacidad que ha permitido a los productores chinos adoptar estrategias agresivas de fijación de precios en los mercados extranjeros. Estas estrategias están en consonancia con el concepto de «nuevas fuerzas productivas» propuesto por China, que da prioridad a la innovación y al desarrollo tecnológico como motores clave del crecimiento económico, centrándose en

¹ Véase el artículo titulado «*Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

² Véase M. Draghi, «*The future of European competitiveness*», Comisión Europea, septiembre de 2024.

³ Para más información, véase Institute for Security & Development Policy, «*Made in China 2025*», *Backgrounder*, junio de 2018.

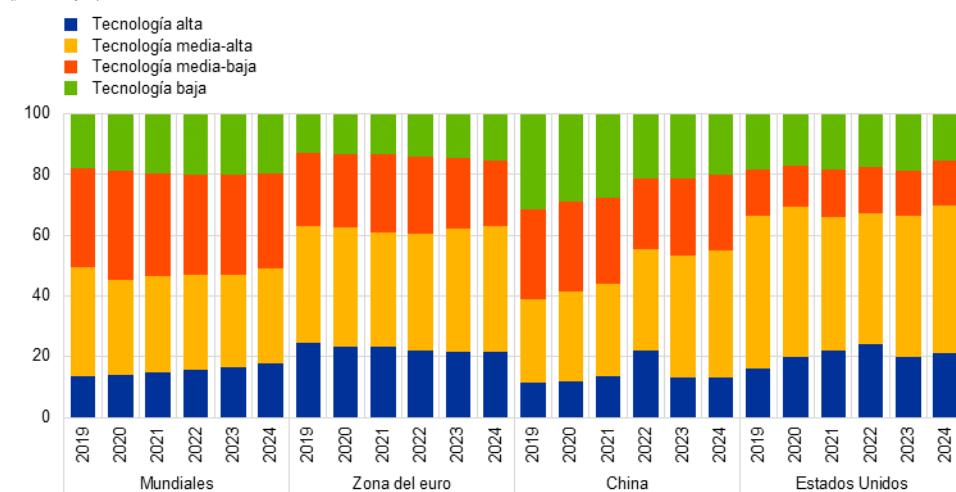
sectores como los vehículos eléctricos, la tecnología de microchips, la inteligencia artificial y nuevos materiales⁴. Dado que las autoridades de otras grandes economías utilizan este tipo de herramientas para estimular tanto la inversión como la producción en sectores concretos, es importante entender cómo afecta la dinámica sectorial al comportamiento general de las exportaciones de la zona del euro.

Eurostat divide los sectores manufactureros en cuatro categorías en función del contenido tecnológico de los bienes producidos. Entre los sectores de alta tecnología se encuentran los productos farmacéuticos, los equipos de telecomunicaciones y la industria aeroespacial, mientras que los sectores de tecnología media-alta incluyen los vehículos de motor, los productos químicos y los equipos eléctricos⁵. El segmento de tecnología media-alta representa el mayor mercado mundial de exportación (32 % en 2024), muy superior al porcentaje correspondiente al de alta tecnología (18 % en 2024) (gráfico A). Sin embargo, mientras que los sectores del primer segmento han ido disminuyendo desde 2019, los del segundo han crecido 6 puntos porcentuales.

Gráfico A

Exportaciones de manufacturas por intensidad tecnológica

(porcentajes)



Fuentes: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones se expresan en valor nominal. Los datos de 2024 están incompletos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

En los últimos años se ha producido una convergencia de la composición tecnológica de las exportaciones de la zona del euro, de China y de Estados Unidos. La composición sectorial de las exportaciones de la zona del euro ha sido relativamente estable desde 2019 y los sectores de tecnología media-alta representaron el 41 % de las exportaciones totales de manufacturas en 2024 (gráfico A). En el mismo período, las exportaciones de estos sectores aumentaron

⁴ Véase el artículo titulado «The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

⁵ Para una descripción detallada de los sectores incluidos en «tecnología alta», «tecnología media-alta», «tecnología media-baja» y «tecnología baja», véase «High-tech classification of manufacturing industries» en el sitio web de Eurostat.

significativamente en China y pasaron del 28 % al 42 %. Este cambio indica que las exportaciones de dicho país han ascendido en la cadena de valor, lo que ha hecho que su estructura exportadora sea cada vez más similar a la de la zona del euro⁶. Mientras tanto, el crecimiento de las exportaciones de alta tecnología en Estados Unidos ha sido el más significativo de las tres zonas en este segmento.

Un análisis de cambio de cuota (*shift-share*) pone de relieve que la zona del euro ha perdido terreno en todos los sectores de exportación de manufacturas, aunque las pérdidas de cuota de mercado en el segmento de tecnología media-alta han sido especialmente significativas. En el gráfico B se presenta una descomposición por sectores de la evolución de las cuotas de exportación en términos agregados. Para cada economía, se distinguen dos aspectos de las contribuciones sectoriales: i) un componente de «comportamiento», que mide las variaciones de la cuota de mercado de la economía para cada sector (la ratio del crecimiento de las exportaciones de la economía sobre el crecimiento mundial de las importaciones en cada sector), y ii) un componente de «evolución mundial», que mide el crecimiento mundial de cada sector (medido como la ratio de las importaciones mundiales en el sector sobre las importaciones mundiales totales). En otras palabras, en este análisis se determina si los cambios en la cuota agregada de una economía en los mercados mundiales de exportación reflejan el aumento de la cuota de mercado dentro de determinados sectores o el crecimiento mundial total de esos sectores. Aunque la zona del euro ha perdido cuotas de exportación en todos los segmentos, los sectores de tecnología media-alta han sido los principales impulsores de esta tendencia, dado que explican el 55 % de las pérdidas acumuladas desde 2019 (panel a del gráfico B). El comportamiento de los sectores de alta tecnología también ha sido relativamente débil y, a pesar de que estos se han beneficiado de una fuerte demanda mundial, la zona del euro ha seguido perdiendo terreno con respecto a otras grandes economías.

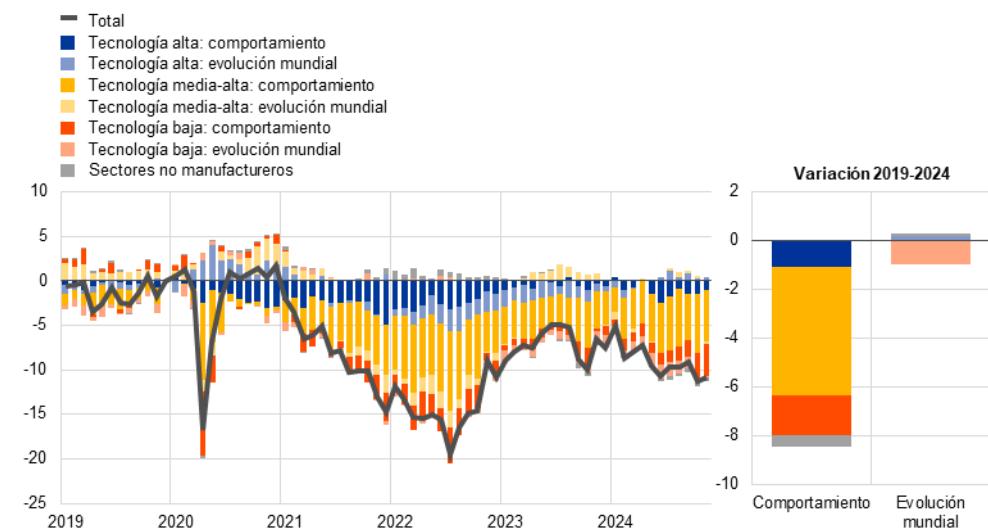
⁶ Véase A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital, «[Why competition with China is getting tougher than ever](#)», *The ECB Blog*, BCE, 3 de septiembre de 2024.

Gráfico B

Contribuciones sectoriales a la evolución de las cuotas de exportación

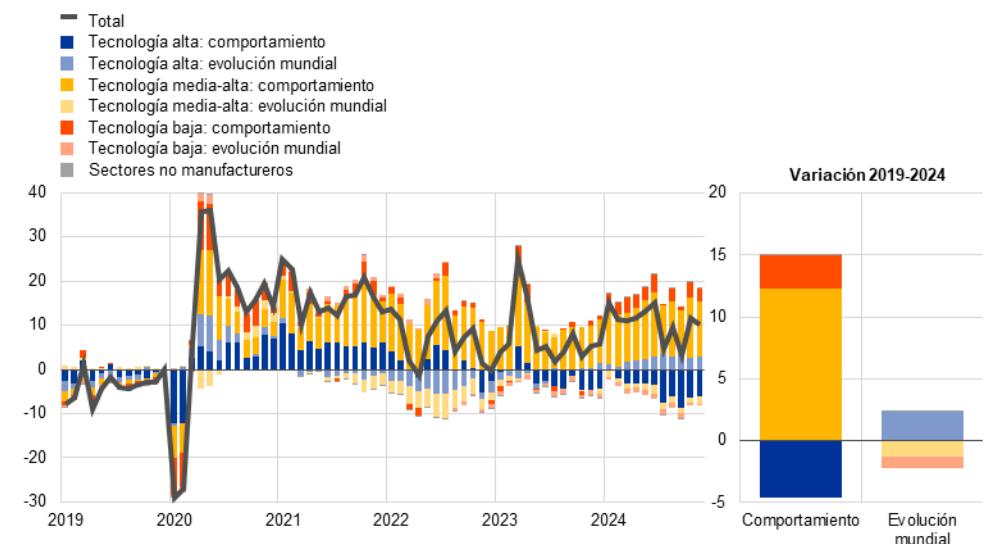
a) Zona del euro

(Índice: diciembre de 2019 = 0)



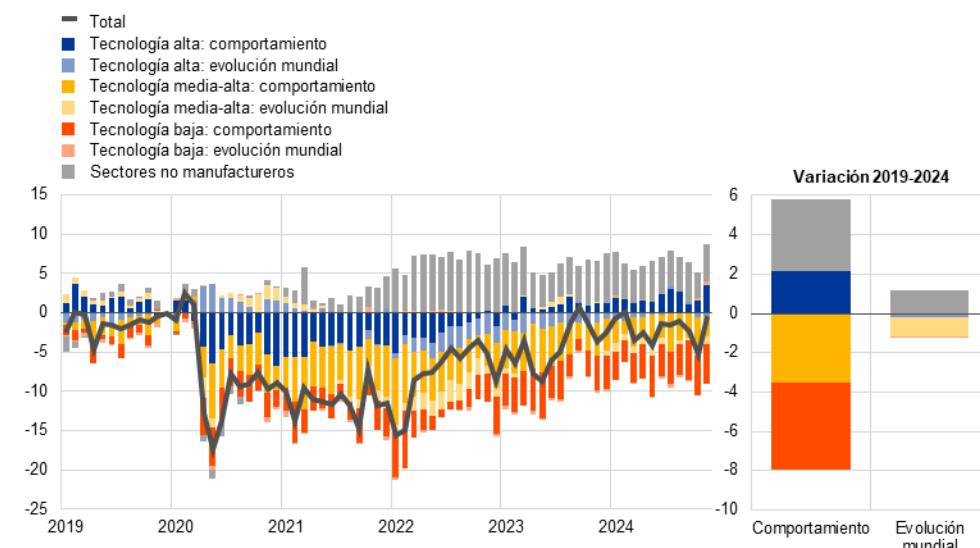
b) China

(Índice: diciembre de 2019 = 0)



c) Estados Unidos

(índice: diciembre de 2019 = 0)



Fuentes: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Las cuotas de exportación se expresan en términos nominales y se refieren solo a los bienes. Para calcular las cuotas de mercado agregadas se utilizan datos de CPB. Para el cálculo de las ponderaciones sectoriales, se emplean datos de TDM. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

China ha ganado cuotas de exportación considerables en los sectores de tecnología media-alta, mientras que Estados Unidos ha aumentado su cuota en los de alta tecnología. El comportamiento de las exportaciones chinas parece ser prácticamente el opuesto al observado en la zona del euro, con fuertes aumentos de la cuota de mercado principalmente en los sectores de tecnología media-alta (panel b del gráfico B). Entretanto, Estados Unidos logró recuperar las cuotas de exportación casi en su totalidad en 2024 en comparación con 2019, superando a otros en los sectores de tecnología alta y en los no manufactureros, sobre todo en la extracción de petróleo y gas (panel c del gráfico B).

El comportamiento de las exportaciones de la zona del euro en los sectores de alta tecnología es desigual, dado que se observan fortalezas notables en el caso de los productos farmacéuticos, pero debilidades significativas en los equipos electrónicos e informáticos. En términos agregados, los sectores de contenido tecnológico más elevado han experimentado el mayor crecimiento del valor añadido mundial desde 2019 (gráfico C). La zona del euro es líder mundial en el sector farmacéutico, con el 36 % de las exportaciones mundiales, y sus cuotas de mercado siguieron aumentando⁷. Otro de los sectores de alta tecnología en el que la zona del euro ha obtenido buenos resultados es el de «instrumentos de navegación y ópticos». Sin embargo, las exportaciones en otros sectores altamente tecnológicos fueron débiles, y las cuotas de mercado se redujeron de forma sostenida. En los sectores de crecimiento más rápido, la zona del euro perdió terreno frente a otras grandes economías, como China en el caso de los equipos electrónicos y Estados Unidos en el de los equipos informáticos.

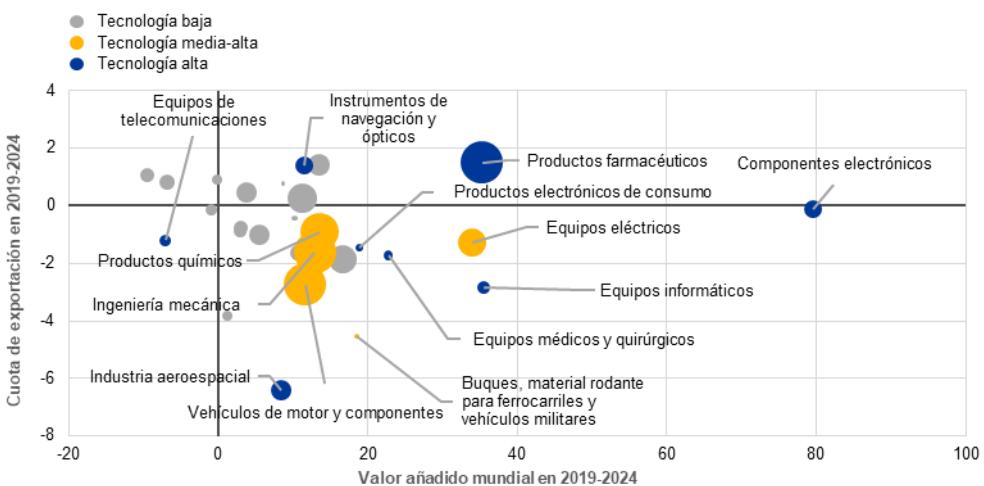
⁷ Las empresas estadounidenses representan el 42 % del valor añadido de las exportaciones de productos farmacéuticos de Irlanda (que constituyan el 17 % de las exportaciones de estos productos en la zona del euro en 2024). La mitad de dicho valor añadido se exporta de nuevo a Estados Unidos.

Gráfico C

Crecimiento de la cuota de mercado y del valor añadido mundial por sector

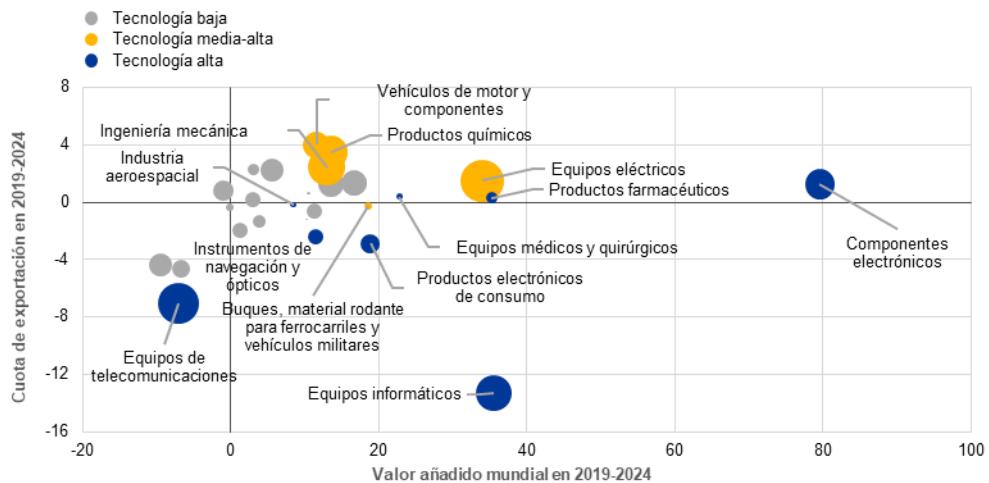
a) Zona del euro

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



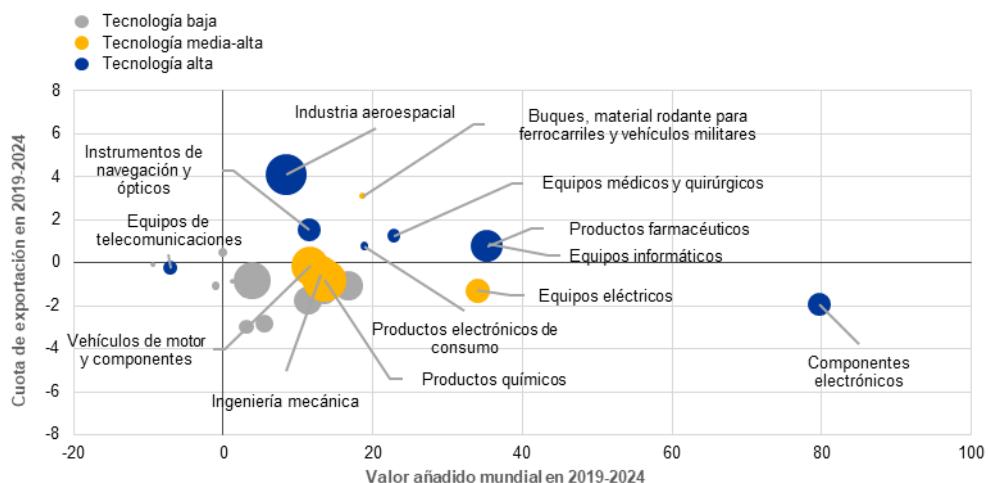
b) China

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



c) Estados Unidos

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



Fuentes: TDM, Oxford Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La clasificación sectorial corresponde a la NACE Rev. 2. Están incluidos los siguientes sectores de tecnología alta y de tecnología media-alta (las divisiones/grupos de la NACE Rev. 2 van entre paréntesis): productos químicos (20), productos farmacéuticos (21), componentes electrónicos (26.1), equipos informáticos (26.2), equipos de telecomunicaciones (26.3), productos electrónicos de consumo (26.4), equipos médicos y quirúrgicos (26.6), instrumentos de navegación y ópticos (26.5, 26.7, 26.8), equipos eléctricos (27), ingeniería mecánica (28), vehículos de motor y componentes (29), industria aeroespacial (30.3), y buques, material rodante para ferrocarriles y vehículos militares (30 menos 30.3). La intensidad tecnológica de los sectores se refiere a la clasificación descrita en «High-tech classification of manufacturing industries» en el sitio web de Eurostat. El tamaño de los círculos refleja la cuota de exportación total de la economía en términos nominales en 2024. El dato de crecimiento del valor añadido mundial para el cuarto trimestre de 2024 es una previsión. Los datos de 2024 de las exportaciones y las cuotas de exportación están incompletos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

China es el país frente al que la zona del euro ha perdido más terreno en los sectores de tecnología media-alta. Para dicha zona, las exportaciones de estos sectores constituyen una parte importante de las exportaciones totales y sobrepasan con creces las de los de alta tecnología. Estados Unidos también ha perdido cuota de mercado en este segmento, aunque en menor medida. China está ganando cuotas de mercado a expensas de líderes de mercado como la zona del euro, en especial en el ámbito de los vehículos eléctricos, que se está beneficiando notablemente de las políticas industriales del país asiático.

3

La demanda creciente de energía de la inteligencia artificial y su impacto en los precios de las materias primas

Vlad Burian y Arthur Stalla-Bourdillon

La adopción de modelos de inteligencia artificial (IA) se ha disparado en todo el mundo y requiere una capacidad de computación considerable. El consumo de energía relacionado con la IA en los centros de datos es limitado actualmente y se estima en alrededor de 20 teravatios hora (TWh), lo que equivale al 0,02 % del consumo energético mundial¹. Sin embargo, los modelos de IA se están utilizando cada vez más para desarrollar aplicaciones inteligentes, que van desde los asistentes de IA hasta los vehículos autónomos. Los modelos de IA generativa, en particular los que se emplean para crear contenido textual y visual, requieren grandes cantidades de energía, tanto para su entrenamiento como para su funcionamiento. Por ejemplo, el consumo energético de una simple consulta en ChatGPT3 es unas diez veces superior al de una búsqueda típica con Google². Se espera que, con el desarrollo de grandes modelos de lenguaje (LLM, por sus siglas en inglés) más nuevos e intensivos en capacidad de computación, la demanda de energía asociada siga creciendo³.

Ya existe una relación clara entre el mayor uso de la IA y el consumo de energía. El consumo energético de las «Siete Magníficas» (las siete empresas tecnológicas principales de Estados Unidos, entre las que se incluyen Alphabet y Microsoft) y de las empresas de centros de datos ha crecido con mucha mayor rapidez que el de las empresas del S&P 500, una dinámica que podría estar relacionada con el uso creciente de la IA. La evolución del consumo energético anual en 2023 revela que, si bien el consumo mediano de energía de las empresas del S&P 500 se mantuvo estable, el de las Siete Magníficas y las empresas de centros de datos se incrementó significativamente (un 19 % y un 7 %, respectivamente).

De cara al futuro, las previsiones apuntan a que la demanda de energía relacionada con la IA continuará aumentando, con una distribución desigual entre países. Aunque existe mucha incertidumbre sobre la adopción futura de la IA, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé que los centros de datos —tanto los orientados a la IA como los que no lo están— podrían utilizar un 80 % más de energía en 2026 que en 2022, aun teniendo en cuenta las ganancias de eficiencia (gráfico A)⁴. Más concretamente, se espera que el consumo eléctrico de

¹ Véase «[World Energy Outlook 2023](#)», Agencia Internacional de la Energía, octubre de 2023.

² A. de Vries, «[The growing energy footprint of artificial intelligence](#)», *Joule*, vol. 7, n.º 10, octubre de 2023, pp. 2191-2194.

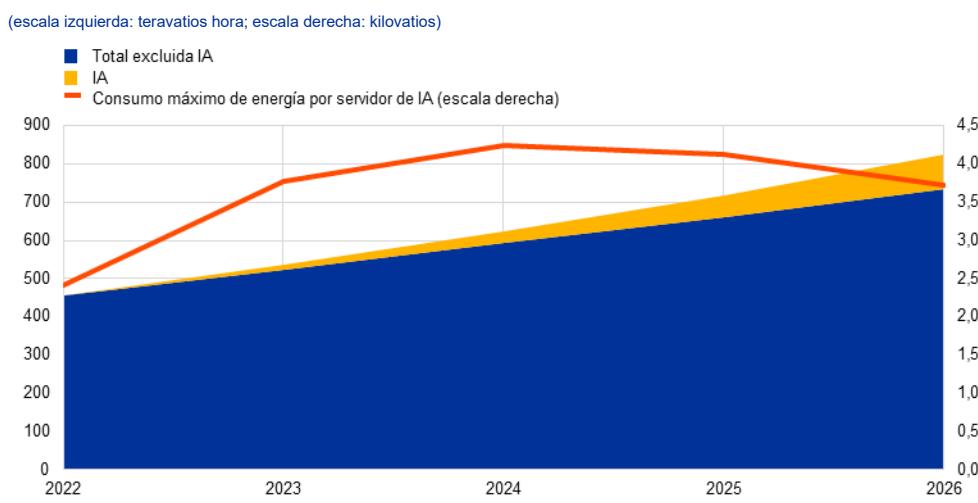
³ Se espera que el consumo de energía relacionado con la IA se incremente aun cuando las tarifas de licencia de algunos LLM se cargan por consulta, lo que podría traducirse en un menor uso en comparación con los modelos gratuitos.

⁴ Véase «[Electricity 2024](#)», Agencia Internacional de la Energía, enero de 2024. La AIE espera que los principales determinantes del consumo de electricidad de los centros de datos no sean solo la IA, sino también la computación en la nube y las criptomonedas.

los centros de datos orientados a la IA se incremente en 90 TWh, lo que supondría una contribución de 20 puntos porcentuales al crecimiento total del consumo energético de estos centros. Ello equivale a alrededor del 4 % del consumo eléctrico actual de la UE. Según la AIE, el consumo de energía de los centros de datos, tanto en aplicaciones de IA como en las que no están basadas en IA, crecería con mayor rapidez en China y en Estados Unidos, con aumentos de 70 TWh y 60 TWh, respectivamente.

Gráfico A

Previsión de crecimiento de la demanda de energía eléctrica de los centros de datos



Fuentes: AIE, Goldman Sachs y cálculos del BCE.

Notas: La demanda de energía eléctrica relacionada con la IA entre 2022 y 2026 se ha interpolado linealmente con los valores para 2026 extraídos de previsiones de la AIE. La línea naranja señala el consumo máximo de energía previsto de un servidor de IA, que muestra las ganancias de eficiencia esperadas.

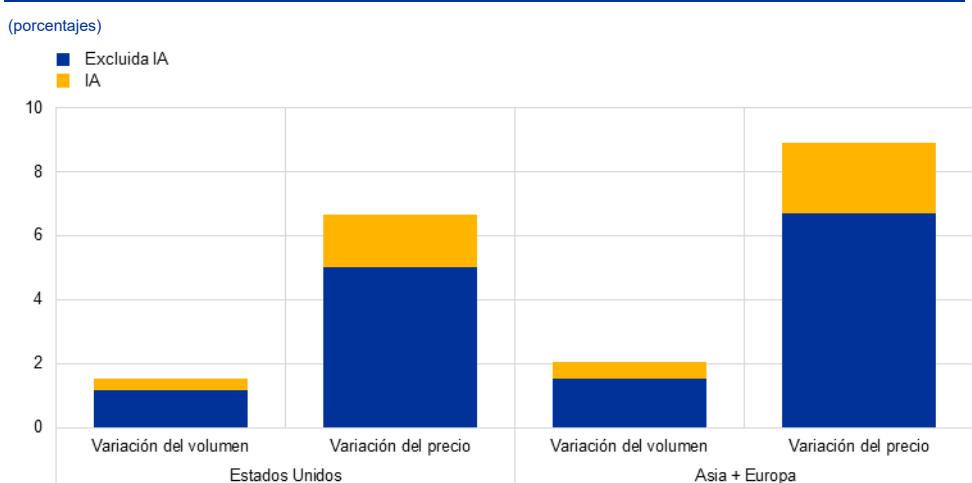
Se espera que el aumento de la demanda de energía relacionada con la IA se satisfaga con el gas natural o con las energías renovables. Las iniciativas regulatorias para reducir la huella de carbono están llevando a las empresas a priorizar las alternativas energéticas neutras en carbono, en particular las renovables. Los gigantes tecnológicos también están estudiando alternativas tales como nuevas centrales nucleares, pero es poco probable que las soluciones que impliquen asociaciones con nuevas grandes instalaciones o las que supongan la adquisición de pequeños reactores modulares específicos estén operativas antes de 2026. En caso de déficits de energía eléctrica, se espera que las renovables se complementen con el gas natural, ya que es menos contaminante que el carbón. Por tanto, podrían considerarse dos escenarios extremos y opuestos: uno en el que toda la demanda energética se satisface con gas natural y otro en el que se cubre íntegramente mediante energías renovables.

Incluso en el primer escenario, en el que se asume que la demanda de energía eléctrica de los centros de datos orientados a la IA se satisface en su totalidad con gas natural, el impacto en los precios del gas es limitado. Escalando la demanda de energía de los centros de datos estimada por la AIE para ajustarla al tamaño del mercado de gas en Estados Unidos y al tamaño de los mercados de gas asiático y europeo combinados, y aplicando después elasticidades tomadas de la literatura, se observa que los precios de esta materia prima podrían subir en torno a

un 9 % en Asia y Europa, y un 7 % en Estados Unidos (gráfico B)⁵. Además, los centros de datos orientados a la IA representarían alrededor de 2 puntos porcentuales del incremento tanto en el mercado asiático-europeo como en el estadounidense. En consecuencia, se espera que la adopción de la IA solo ejerza una presión al alza limitada sobre los precios del gas. La explicación es que la perturbación de demanda energética relacionada con la IA (incluso en este escenario extremo) es mínima en comparación con el tamaño total de los mercados gasísticos estadounidense y asiático-europeo, pese a ser significativa en términos absolutos.

Gráfico B

Variación estimada de la demanda y del precio del gas si toda la demanda energética de los centros de datos se satisface con gas natural para 2026



Fuentes: AIE, y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se basan en proyecciones de la AIE de la demanda futura de energía de los centros de datos, suponiendo que todas las necesidades energéticas adicionales durante el período comprendido entre 2022 y 2026 se cubren con las centrales de gas. La demanda de energía de los centros de datos se convierte a demanda de gas utilizando un factor de conversión del 45 % (véase «More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion», *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21 de julio de 2020). La demanda de energía relacionada con la IA de cada región se estima asumiendo un porcentaje constante de consumo eléctrico relacionado con la IA con respecto al consumo eléctrico total de los centros de datos en las dos regiones.

En el segundo escenario, en el que la demanda adicional de energía se cubre con renovables, la demanda de minerales críticos aumenta, pero es poco probable que sus precios se vean afectados significativamente por ello. Las materias primas críticas, como el litio y el níquel, son esenciales para las centrales eólicas y los paneles solares. Su demanda ya es elevada debido a la transición energética y su extracción está altamente concentrada en países específicos, lo que hace que sean particularmente vulnerables a disrupciones en las cadenas de suministro y a tensiones geopolíticas⁶. Sin embargo, al igual que el gas natural, y a diferencia de la electricidad, estos minerales son relativamente fáciles de transportar entre regiones. En consecuencia, se espera que el crecimiento de la demanda relacionada con la IA sea moderado en relación con el tamaño total del mercado,

⁵ Las elasticidades utilizadas se toman de S. Albrizio *et al.*, «Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas», *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, mayo de 2023, pp. 43-46.

⁶ J. F. Adolfsen, D. Kedan y M-S Lappe, «The geopolitics of green minerals», *The ECB Blog*, BCE, 10 de julio de 2024.

por lo que las presiones al alza sobre los precios atribuibles de forma específica a la IA serán limitadas.

Sin embargo, el fuerte aumento de la demanda de energía eléctrica relacionada con la IA podría generar presiones sobre los precios en los mercados eléctricos nacionales. Como consecuencia de las limitadas capacidades de interconexión y de la pérdida de energía durante la transmisión, los mercados eléctricos se componen de múltiples submercados que están relativamente aislados. Por consiguiente, a países como Irlanda, que son grandes operadores en el sector de centros de datos, puede resultarles particularmente difícil satisfacer a nivel local la creciente demanda relacionada con la IA. No obstante, el impacto potencial total en los mercados eléctricos nacionales es más difícil de estimar, dado que dependerá de la concentración de los centros de datos orientados a la IA en cada país, de las características específicas de sus mercados y de las exigencias regulatorias para que los centros de datos contribuyan al suministro de energía.

4

El uso de los *earnings calls* de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro

Claudia Foroni y Christofer Schroeder

La evidencia procedente de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas de la zona del euro sugiere que la demanda de trabajo sigue disminuyendo. Los *earnings calls* son teleconferencias entre la dirección de una empresa cotizada y sus inversores, los analistas financieros y los medios de comunicación. Estas presentaciones de resultados ofrecen una copiosa fuente de datos económicos actualizados que están disponibles con una frecuencia elevada¹.

En este recuadro se aplica un análisis textual a una amplia base de datos de transcripciones de *earnings calls* de empresas para construir un indicador de la demanda de trabajo de la zona del euro. Posteriormente, se utiliza ese indicador para elaborar previsiones, incluidas a muy corto plazo (*nowcasts*), de la tasa de vacantes de la zona del euro, una medida tradicional de la demanda de mano de obra y una métrica clave del mercado de trabajo². La base de datos de *earnings calls* utilizada contiene información sobre la fecha y la hora exactas de cada una de las teleconferencias y se actualiza cada dos semanas. Esto permite extraer información de estas presentaciones de resultados con bastante antelación a la publicación de los datos oficiales, incluidos los relativos a la tasa de vacantes, que están disponibles con un retardo significativo³.

El indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* que se presenta en este recuadro está muy correlacionado con la tasa de vacantes (gráfico A). Para construir dicho indicador, en primer lugar, se limita la muestra de *earnings calls* a los de las empresas que tenían su sede en la zona del euro en el momento en que se realizó la presentación de resultados. Por tanto, la muestra abarca aproximadamente 600 teleconferencias por trimestre. Después se suma el número de frases de los *earnings calls* que contienen al menos una palabra de una lista de palabras clave que hacen referencia a las presiones que soportan las empresas por no poder cubrir la demanda de mano de obra, según lo indicado en Dueholm, Kalyani y Ozkan⁴. Aunque es algo más volátil, el indicador está muy correlacionado con la tasa de vacantes de la zona del euro, con un coeficiente de correlación de alrededor de 0,9. En particular, refleja el incremento sostenido de esa tasa entre 2016 y 2020 y su aumento acusado en 2021. Tanto el indicador de la demanda de trabajo como la tasa de vacantes alcanzaron un máximo en el primer

¹ Véase información sobre otro uso de los *earnings calls* para la elaboración de indicadores macroeconómicos en el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2023.

² La tasa de vacantes se define como el número de vacantes dividido por la suma del número de puestos ocupados y el número de vacantes.

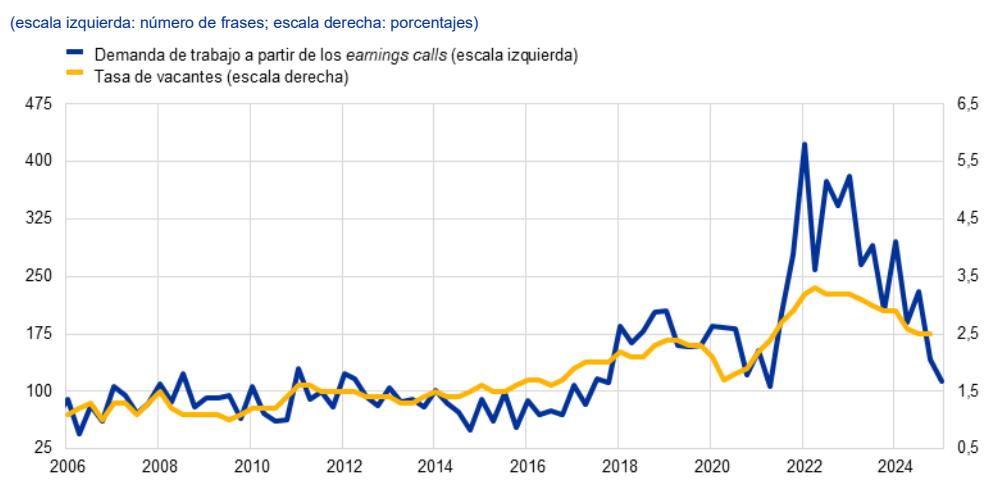
³ La estimación de avance de la tasa de vacantes de la zona del euro se publica normalmente alrededor de un mes y medio después de que acabe el trimestre al que se refiere, mientras que la primera publicación se produce unos tres meses después del final del trimestre.

⁴ Véase M. Dueholm, A. Kalyani y S. Ozkan, «*Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?*», On the Economy Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18 de junio de 2024.

semestre de 2022 y desde entonces han mostrado una tendencia a la baja, lo que sugiere que la demanda de mano de obra se está enfriando.

Gráfico A

Indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* y tasa de vacantes de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La línea azul muestra el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*, tal como se describe en el texto. La línea amarilla indica la tasa de vacantes de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025 para el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* y al cuarto trimestre de 2024 para la tasa de vacantes.

Los datos obtenidos de los *earnings calls* recientes sugieren que la tasa de vacantes seguirá descendiendo ligeramente (gráfico B). Con el fin de elaborar un indicador temprano de la tasa de vacantes antes de que se publiquen los datos oficiales, se emplea un enfoque de regresión basado en el muestreo de datos de frecuencia mixta o MIDAS (*mixed data sampling*) para generar predicciones a muy corto plazo, así como previsiones hasta a dos trimestres vista⁵. Las regresiones MIDAS ofrecen la principal ventaja de permitir predecir una variable de baja frecuencia (la tasa de vacantes) utilizando datos de alta frecuencia (el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*). Con el fin de reducir la posibilidad de que se utilicen especificaciones erróneas del modelo, se estima una serie de regresiones MIDAS sobre varias especificaciones, incluidas distintas formas funcionales de los polinomios de rezagos y restricciones a los parámetros del modelo⁶. Posteriormente, se tienen en cuenta el intervalo y la media de las previsiones que se obtienen de las diferentes especificaciones. Estas apuntan a un

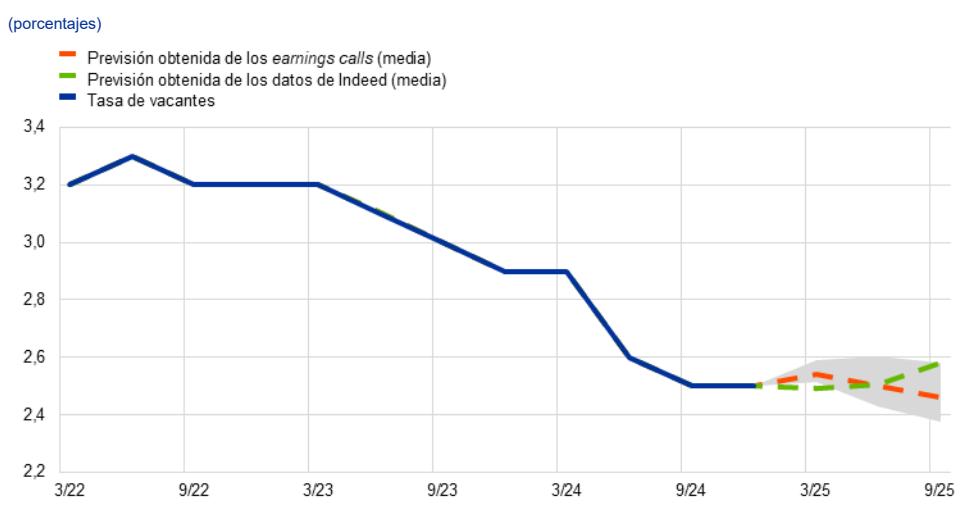
⁵ Las regresiones MIDAS se utilizan a menudo para elaborar previsiones a corto plazo, dado que las ventajas informativas derivadas de los datos de alta frecuencia actualizados desaparecen cuanto más se extienda el horizonte de las proyecciones hacia el futuro (véase F. Foroni y M. Marcellino, «[A survey of econometric methods for mixed-frequency data](#)», *Working Papers*, Norges Bank Research, n.º 06, 2013).

⁶ En concreto, se estiman dos especificaciones polinómicas diferentes. En primer lugar, se incluye un polinomio exponencial de almon (véase E. Ghysels, A. Sinko y R. Valkanov, «[MIDAS Regressions: Further Results and New Directions](#)», *Econometric Review*, vol. 26, número 1, 2007, pp. 53-90). En segundo lugar, se estima un MIDAS sin restricciones, como se describe en C. Foroni, M. Marcellino y C. Schumacher, «[Unrestricted mixed data sampling \(MIDAS\): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials](#)», *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, vol. 178, n.º 1, pp. 57-82, enero de 2015. Además, para cada especificación del modelo se tienen en cuenta diversas ventanas con el fin de suavizar el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* utilizando una media móvil.

enfriamiento sostenido de la demanda de trabajo para los trimestres en curso y siguientes. Según las previsiones, la tasa de vacantes habría fluctuado en torno al 2,5 % en el primer trimestre de 2025 y habría permanecido igual en el segundo trimestre —0,8 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2022, pero aún por encima de su media del 1,9 % registrada antes de la pandemia—. Para el tercer trimestre de 2025, las previsiones obtenidas sugieren un descenso marginal hacia el 2,4 % con riesgos prácticamente equilibrados, ya que el intervalo de las previsiones resultantes se distribuye de manera bastante homogénea en torno a la media. El perfil de las previsiones es acorde, en líneas generales, con las proyecciones de actividad económica que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, lo que sugiere un menor dinamismo del crecimiento en el primer semestre de 2025.

Gráfico B

Previsiones de la tasa de vacantes de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La línea continua de color azul muestra la tasa de vacantes de la zona del euro hasta el cuarto trimestre de 2024. La parte gris indica el intervalo mínimo-máximo de previsiones obtenido con varias especificaciones MIDAS y MIDAS sin restricciones y diferentes variantes del indicador de la demanda de trabajo elaborado a partir de los *earnings calls*. La línea discontinua roja muestra la previsión media. La línea discontinua verde señala la previsión media de la tasa de vacantes obtenida utilizando datos sobre ofertas de empleo de *Indeed* en el marco de las previsiones de regresión MIDAS empleado. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para los indicadores subyacentes de la demanda de trabajo obtenidos a partir de los *earnings calls* y las ofertas de empleo de *Indeed*. Las previsiones abarcan el período hasta el tercer trimestre de 2025.

Las previsiones a corto plazo de la tasa de vacantes a partir de los *earnings calls* son acordes, en líneas generales, con las obtenidas con indicadores alternativos de la demanda de trabajo. Los datos sobre vacantes del portal web de empleo de *Indeed* constituyen otra fuente novedosa y útil de información sobre el mercado laboral de la zona del euro. Tanto el número de vacantes que figuran en el sitio web como el número de nuevas vacantes publicadas pueden ayudar a medir la demanda de mano de obra. Al igual que el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*, los datos de *Indeed* están actualizados y disponibles con una frecuencia elevada, aunque durante un horizonte temporal mucho más corto⁷. El número de ofertas de empleo publicadas en *Indeed* ha

⁷ La base de datos de *earnings calls* utilizada se remonta a principios de 2002, mientras que la serie temporal de los datos sobre ofertas de empleo de *Indeed* no empieza hasta principios de 2018.

disminuido de forma sostenida desde finales de 2023. Al final de 2024, se situaba en torno a un 10 % por debajo del nivel de principios de año. Al mismo tiempo, el flujo de nuevas vacantes, que se considera un indicador más sensible de la demanda de trabajo, ha mostrado igualmente una tendencia a la baja, lo que también indica una moderación de la demanda de mano de obra. Al incorporar estos datos al método de regresión MIDAS utilizado se obtienen previsiones de la tasa de vacantes de la zona del euro acordes, en general, con las basadas en información procedente de los *earnings calls*, sobre todo a corto plazo (gráfico B). Las previsiones apuntan a una tasa de vacantes relativamente estable de alrededor del 2,5 % hasta mediados de 2025, con un ligero aumento esperado hacia el final del período de previsión⁸.

En resumen, las transcripciones de los *earnings calls* proporcionan información útil y actualizada sobre el mercado de trabajo de la zona del euro.

Los resultados de este estudio sugieren que la demanda de mano de obra se moderará de forma muy gradual en la zona del euro en los próximos trimestres a medida que el mercado laboral siga enfriándose en su conjunto.

⁸ La previsión basada en Indeed apunta a un leve incremento en el tercer trimestre de 2025, pero sigue manteniéndose en el intervalo de las previsiones basadas en los *earnings calls* a mediados de 2025. Ello podría deberse a la mayor estacionalidad de las series de datos de Indeed o a la muestra más corta disponible, lo que contribuye a impulsar la previsión hacia los máximos históricos registrados recientemente.

5

Evolución del alquiler en la zona del euro: información procedente de la encuesta CES

Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouavas, Desislava Rusinova y Larissa Zimmermann

En este recuadro se analiza la evolución reciente del mercado del alquiler en la zona del euro a partir de datos procedentes de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). Los alquileres son un componente importante del gasto de los hogares, pero su análisis ha supuesto un reto, ya que no se dispone con facilidad de datos armonizados sobre el gasto en alquiler de los hogares en toda la zona del euro. La CES puede contribuir a subsanar esta falta de datos porque recopila información actualizada sobre el gasto de los hogares¹. También permite analizar la heterogeneidad existente entre los países que participan en la encuesta, así como entre los distintos hogares².

El porcentaje de hogares en régimen de alquiler y el nivel de los precios nominales del alquiler difieren considerablemente de un país a otro. En la zona del euro, el porcentaje medio de arrendatarios se sitúa en torno al 28 % y el gasto nominal en alquiler supone alrededor de una tercera parte de la renta mensual de los hogares. Sin embargo, el porcentaje de hogares arrendatarios varía sustancialmente entre los distintos países y en la actualidad oscila entre el 15 % en Italia y casi el 50 % en Alemania y Austria (parte izquierda del panel a del gráfico A)³. La mayor proporción de arrendatarios se encuentra en el grupo con rentas más bajas (parte derecha del panel a del gráfico A). Si se analiza más detalladamente el nivel de los precios nominales del alquiler también se constata una dispersión significativa entre países y dentro de cada país (panel b del gráfico A)⁴. La dispersión de los precios del alquiler es muy elevada en Irlanda, donde existen grandes diferencias en función de la ubicación (es decir, entre áreas urbanas y rurales, como también se aprecia en la marcada diferencia entre la media y la mediana), mientras que es mucho menor en Grecia y en los Países Bajos. En general, los mayores precios nominales del alquiler se observan en Irlanda, Austria y Bélgica. Si se examina el gasto en alquiler en relación con la renta de los hogares (panel c del gráfico A), la clasificación de los países varía: Irlanda sigue presentando

¹ Los datos sobre el gasto relacionado con la vivienda, incluidos alquileres, mantenimiento y conservación de la vivienda y seguros (excluidas cuotas hipotecarias), se recopilan trimestralmente como parte de una pregunta más amplia sobre el consumo de los hogares desagregado en doce categorías de gasto.

² A partir de 2022, los países que participan en la CES son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

³ Estos porcentajes son acordes, en general, con los resultados de las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida y de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, tanto en términos de la clasificación de los países como de los porcentajes.

⁴ El principal indicador de crecimiento de los precios del alquiler presentado en este recuadro no tiene en cuenta las diferencias sistemáticas entre los países en términos de calidad y antigüedad de la vivienda. Sin embargo, estas diferencias se controlan en la serie que solo considera los individuos que no cambian de residencia, que se muestra en el panel a del gráfico C, donde las tasas de crecimiento se calculan para el alquiler de las mismas personas en la misma vivienda, con doce meses de diferencia.

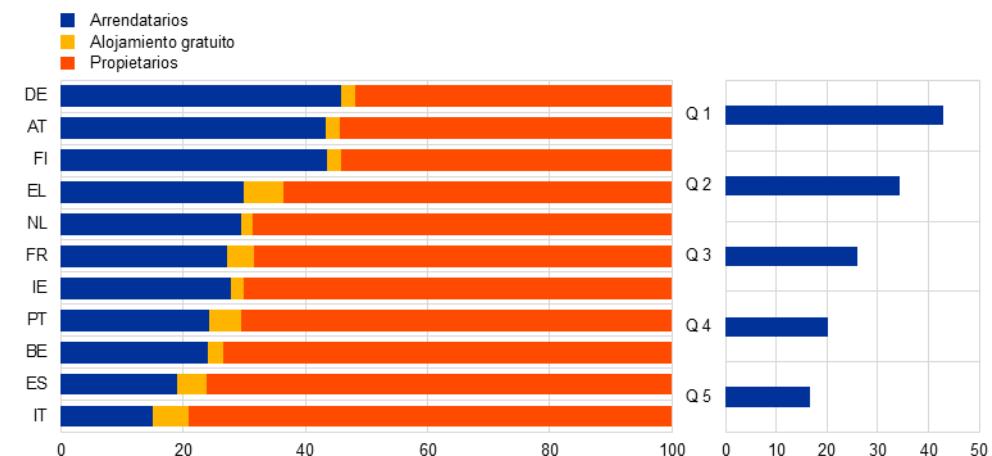
la ratio media más alta entre alquiler y renta, seguida de Grecia y Finlandia, mientras que Alemania registra la ratio más baja. En los países en los que los arrendatarios representan una proporción mayor de la población también suele haber más hogares con rentas elevadas en régimen de alquiler, lo que reduce la ratio media entre renta y alquiler.

Gráfico A

Porcentaje de arrendatarios y niveles de precios del alquiler por país

a) Porcentaje de arrendatarios por país y quintil de renta

(porcentaje de encuestados)



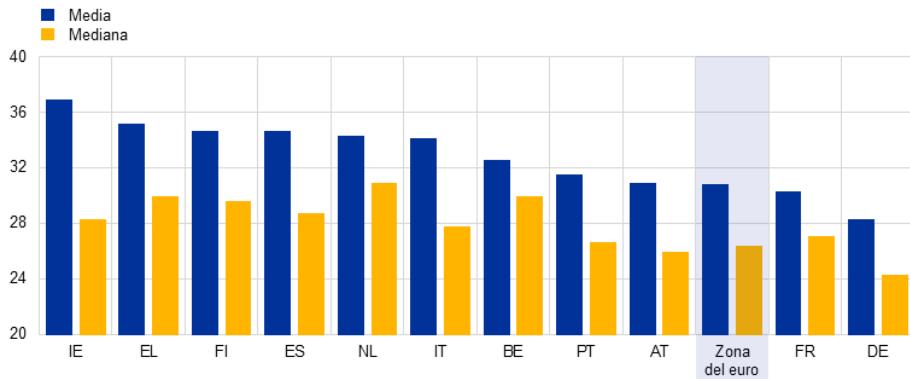
b) Niveles y dispersión de los precios del alquiler

(euros al mes)

Rango intercuartílico
Media
Mediana



c) Niveles de precios del alquiler en relación con la renta mensual de los hogares
(porcentaje de la renta)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. El panel a incluye una muestra completa de encuestados para 2024 y enero de 2025. Los porcentajes de tipos de régimen de la vivienda se presentan por país y quintil de renta (Q). Los quintiles de renta se calculan para una muestra completa de encuestados en todas las ediciones de la encuesta de 2024 y enero de 2025. Los paneles b y c incluyen una muestra completa de los arrendatarios encuestados correspondiente a enero de 2025 y al período comprendido entre enero de 2024 y enero de 2025, respectivamente. El análisis de los precios del alquiler no controla por el tamaño de la vivienda. Los valores se winsorizan a nivel de país (en los percentiles 2 y 98).

El indicador de crecimiento del gasto en alquiler basado en la CES sugiere que el avance de los precios de la vivienda en alquiler se moderó tras registrar un máximo en el tercer trimestre de 2023, pero que se mantuvo por encima del 3 % en el tercer trimestre de 2024. Este indicador se construye como la media ponderada de las tasas de crecimiento de cada hogar, tras depurar los datos para asegurar que no se vean influidos por valores atípicos importantes o por efectos de composición derivados de la entrada o salida de encuestados del panel⁵. La tasa media de avance interanual de los precios del alquiler en la zona del euro aumentó desde principios de 2022 y alcanzó un máximo superior al 5 % en 2023 (panel a del gráfico B). Posteriormente, descendió de forma gradual y se mantuvo en niveles próximos al 3 % durante la mayor parte de 2024. En el indicador de precios del alquiler basado en la CES se aplica un enfoque más armonizado que en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), en el que se hace un seguimiento de la evolución de los alquileres a lo largo del tiempo para los mismos hogares, con independencia de si estos permanecen en la misma vivienda o cambian de residencia. El indicador resultante es más sensible a la inflación y al ciclo económico que el componente de alquileres del IAPC, sobre todo para algunos países (como Alemania), lo que puede estar relacionado con las diferentes prácticas que siguen,

⁵ La media de las tasas de avance individuales está muy ajustada para evitar el efecto de los valores atípicos derivados de errores en la información. Para ello, las variaciones interanuales desmedidas (crecimiento negativo inferior al 50 % o crecimiento positivo superior al 200 % en un año) se recortan (se eliminan de la muestra). Además, las subidas y bajadas de más del 50 % de los precios del alquiler se winsorizan (las observaciones que superan los límites se sustituyen por el límite). Para moderar el impacto de los cambios de composición, que podrían generar efectos automáticos no relacionados con el crecimiento real de los alquileres, el alquiler de un hogar solo se incluye en el indicador de crecimiento si este tiene la condición de arrendatario tanto al principio como al final del período de doce meses.

ya que el reglamento sobre el IAPC les permite elegir la metodología que aplican, tal como se refleja en el manual metodológico sobre el IAPC⁶.

Se observan diferencias considerables entre países en el crecimiento declarado de los precios del alquiler. El avance interanual de los precios del alquiler señalado en la encuesta CES en los doce últimos meses ha sido, en promedio, superior al 7 % en Irlanda y Portugal, pero inferior al 3 % en Países Bajos, Alemania e Italia (panel b del gráfico B). En el tercer trimestre de 2024 (los datos más recientes), el mayor aumento (muy superior también a las medias anteriores) fue señalado por los hogares encuestados en Portugal, mientras que los valores correspondientes a Italia y Finlandia se situaron por debajo de las medias registradas en el pasado. En Irlanda y Austria, el crecimiento de los precios del alquiler ha seguido siendo sistemáticamente elevado.

⁶ En el IAPC, los alquileres pueden calcularse realizando un seguimiento de los hogares, las viviendas o los propietarios. Esta flexibilidad podría ocasionar que se sigan prácticas diferentes en las distintas oficinas nacionales de estadística, lo que, a su vez, podría tener un efecto diferencial en los resultados observados. Para información más detallada, véase el apartado 12.4.4 del [manual metodológico sobre el IAPC](#).

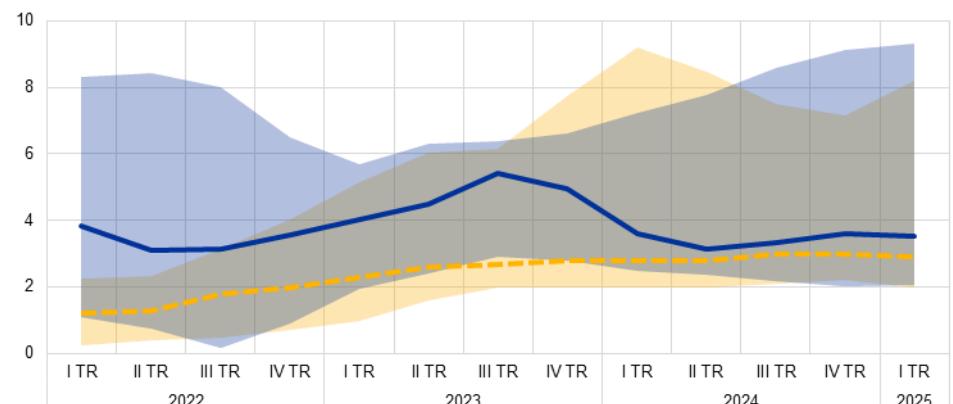
Gráfico B

Crecimiento de los precios del alquiler en la zona del euro y por país

a) Crecimiento de los precios del alquiler en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

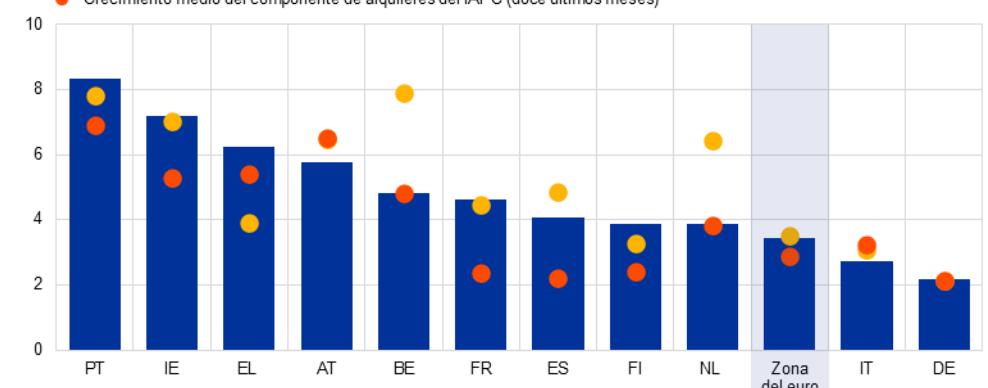
- Rango de países de la CES
- Rango de países del IAPC
- Indicador de crecimiento de los precios del alquiler de la CES
- Componente de alquileres del IAPC



b) Crecimiento de los precios del alquiler por país

(tasas de variación interanual)

- Crecimiento medio de los precios del alquiler (doce últimos meses)
- Crecimiento más reciente de los precios del alquiler
- Crecimiento medio del componente de alquileres del IAPC (doce últimos meses)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: El panel b incluye una muestra completa de arrendatarios. Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. La media móvil más reciente de dos trimestres de la tasa de avance interanual (puntos de color amarillo) corresponde a enero de 2025. Las columnas de color azul muestran el crecimiento medio de los precios del alquiler en el período de la muestra (entre enero de 2024 y enero de 2025). Los puntos de color rojo se refieren al crecimiento medio del componente de alquileres del IAPC en los doce últimos meses.

El crecimiento reciente de los precios del alquiler por metro cuadrado basado en la encuesta CES ha estado impulsado de manera más que proporcional por los nuevos contratos de arrendamiento. La tasa media de crecimiento de los precios del alquiler por metro cuadrado de los hogares que cambiaron de residencia en el año anterior ha sido sistemáticamente más alta que la de los hogares que no se han mudado y ha aumentado de forma sostenida en los tres últimos años (parte izquierda del panel a del gráfico C). Los aumentos generales de los precios del alquiler en la economía suelen comenzar con una subida de los precios de los nuevos contratos de arrendamiento, ya que la protección de los inquilinos en los contratos en vigor incentiva que los propietarios suban el alquiler cuando se produce

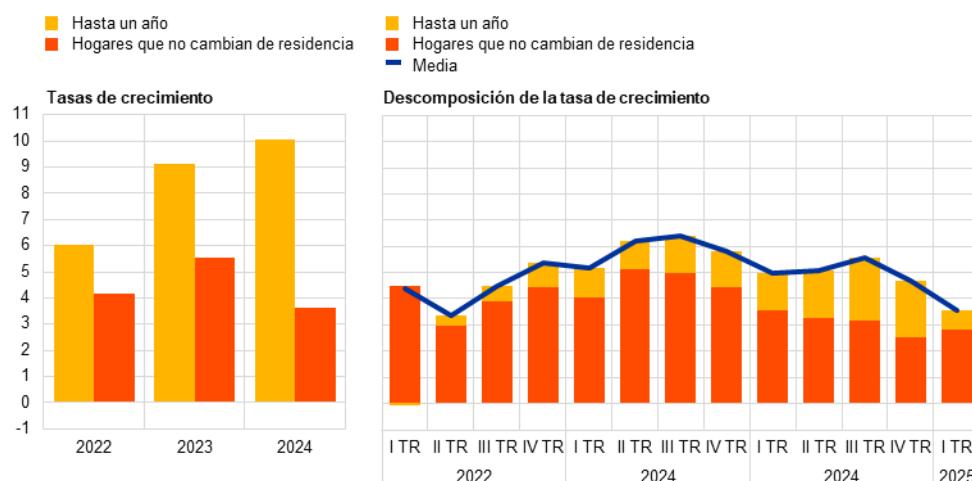
un cambio de arrendatario. Con el tiempo, el alquiler de los contratos en vigor también aumenta gradualmente. El mayor incremento de los precios en los nuevos contratos de alquiler también puede deberse, en parte, a que los hogares se trasladan a viviendas de más calidad o a zonas mejores. De hecho, el principal motivo señalado por los hogares para cambiar de vivienda fue el deseo de mejorar sus condiciones de vida. Si la tasa de crecimiento total de los precios del alquiler se descompone en las contribuciones de los hogares que han cambiado de residencia recientemente (es decir, los arrendatarios que se han mudado hasta un año antes) y las de los que no han cambiado de residencia, se observa que estos últimos influyen más en dicha tasa, dado que constituyen un porcentaje más elevado. Con todo, habida cuenta del mayor avance de los precios del alquiler en este segmento, los hogares que cambian de residencia —que suponen alrededor del 15 % de los arrendatarios— contribuyen de forma más que proporcional al representar en torno a una tercera parte de la tasa de crecimiento total (parte derecha del panel a del gráfico C).

Gráfico C

Descomposición del crecimiento de los precios del alquiler

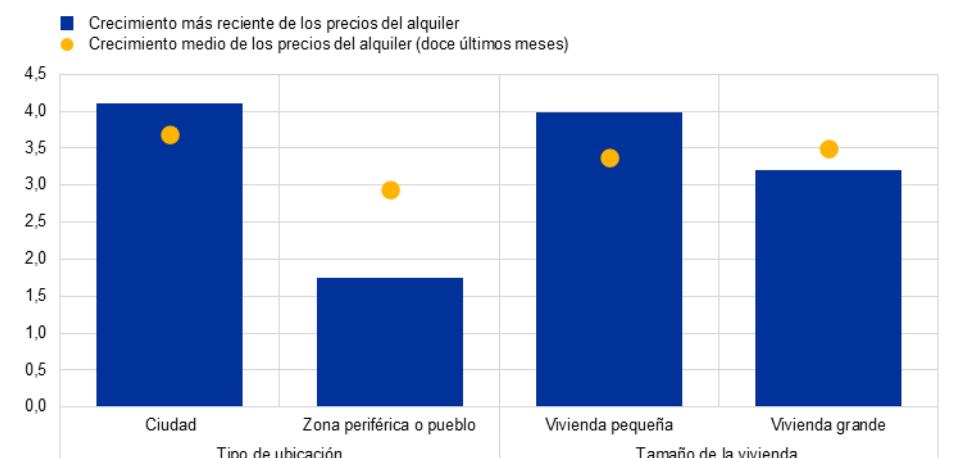
a) Crecimiento de los precios del alquiler por metro cuadrado – contribuciones por tiempo de permanencia en la vivienda

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



b) Crecimiento de los precios del alquiler por tipo de ubicación y tamaño de la vivienda

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. El panel a incluye una submuestra de arrendatarios con tiempo de permanencia conocido en la vivienda. La línea azul representa la media móvil de dos trimestres combinada de la tasa de crecimiento interanual de los precios del alquiler dividida por los metros cuadrados. «Hasta un año» se refiere a la contribución de los encuestados que han vivido en su residencia actual durante un año o menos. El panel b incluye una muestra completa de arrendatarios. La media móvil más reciente de dos trimestres de la tasa de avance interanual se refiere a enero de 2025. El «crecimiento medio de los precios del alquiler» es la media de las tasas de avance interanual del período de la muestra (de enero de 2024 a enero de 2025).

El crecimiento reciente de los precios del alquiler señalado en la encuesta CES ha sido mayor en las ciudades y para las viviendas más pequeñas. El panel b del gráfico C muestra que el aumento de los alquileres en las ciudades ha seguido siendo superior al registrado en las zonas periféricas y rurales, y que esta diferencia parece haberse ampliado en el pasado reciente. Los datos de la CES apuntan también a un crecimiento ligeramente más elevado de los alquileres en el caso de las viviendas más pequeñas que en el de las de mayor tamaño, mientras que, en el pasado, las tasas de avance eran prácticamente idénticas.

El indicador de precios del alquiler basado en la CES permite hacer un seguimiento oportuno y exhaustivo del mercado del alquiler. Estos datos a nivel individual de la CES pueden ampliar las posibilidades de realizar un seguimiento de la evolución de los alquileres también con respecto a la heterogeneidad entre los hogares. Los trabajos futuros tratarán de seguir validando este indicador, también con la validación cruzada de los datos de la CES con fuentes externas. Además, el papel de los ajustes de calidad en el crecimiento de los precios del alquiler podría estudiarse más a fondo considerando factores como la antigüedad, la ubicación y la renovación de las viviendas, para calibrar hasta qué punto la tasa de crecimiento refleja cambios en la calidad de la vivienda.

6

Análisis de la evolución relativa de la inflación de los bienes y de los servicios

Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri y Lourdes María Zulli Gandur

La brecha entre la inflación de los servicios y la de los bienes industriales no energéticos (BINE) varía con el tiempo, pero se había mantenido en niveles positivos durante un largo período hasta la escalada de la inflación observada en 2021-2022 (gráfico A)¹. Históricamente, los precios de los servicios se han incrementado a un ritmo más rápido que los de los BINE, lo que implica una brecha positiva persistente entre las dos tasas de inflación. La brecha de las tasas de inflación interanual pasó de una media de 1,5 puntos porcentuales en el período comprendido entre 1999 y 2008 a una media de 1 punto porcentual entre 2008 y 2019. Esta disminución se debió sobre todo a un descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios, probablemente como consecuencia de la debilidad de la demanda y del bajo crecimiento de los salarios después de la crisis financiera y de deuda soberana². Durante la pandemia de COVID-19, restricciones como el distanciamiento social y las medidas de confinamiento generalizadas afectaron al consumo relativo de bienes y servicios y a las presiones inflacionistas relacionadas. En 2022, el rápido y fuerte aumento de la tasa de variación de los BINE, que fue superior al incremento de la tasa correspondiente a los servicios, se tradujo en una brecha negativa de más de 1 punto porcentual. Esta brecha no volvió a situarse en terreno positivo hasta que la inflación de los bienes se normalizó en 2023 y 2024 de forma casi simétrica al repunte anterior. Sin embargo, mientras que la inflación de los BINE se redujo, la de los servicios se mantuvo elevada y desde entonces ha oscilado en torno al 4 %. Por tanto, la brecha positiva se ha ampliado hasta situarse en una media de 2,5 puntos porcentuales en los últimos trimestres.

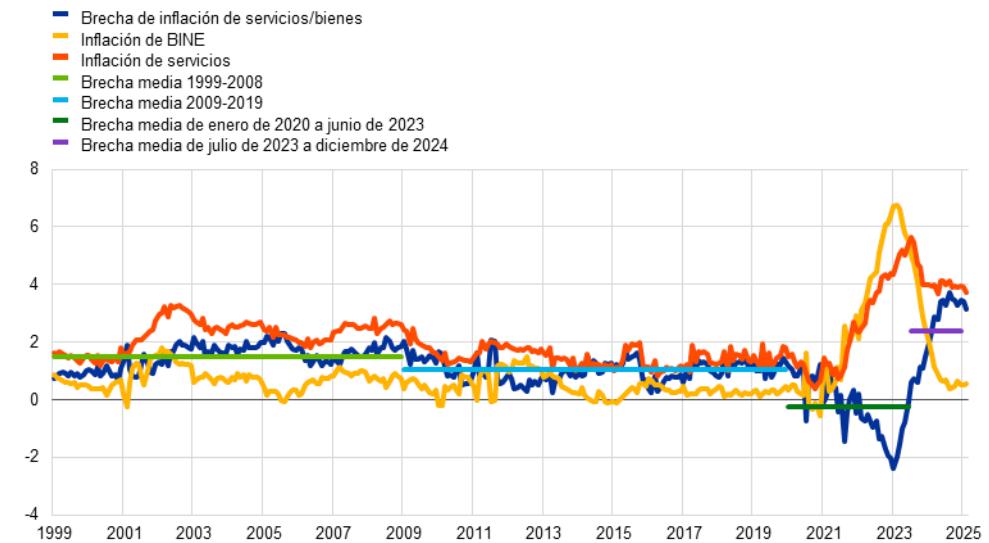
¹ Para un análisis de la evolución de los precios relativos y su fundamento teórico basado en la hipótesis de la «enfermedad de costes» de Baumol y en la hipótesis de Balassa-Samuelson, véase P. Lane, «Inflation Diagnostics», *The ECB Blog*, 25 de noviembre de 2022.

² Véase el recuadro titulado «Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

Gráfico A

Inflación de los servicios y de los bienes, y brecha entre ambas

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La brecha de inflación de los servicios/bienes es la diferencia entre las tasas de variación interanual de los componentes de servicios y de BINE del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

Las fluctuaciones acusadas de la brecha de inflación en los últimos años reflejan en gran medida el mayor impacto de los costes de la energía y de las cadenas globales de suministro sobre la tasa de variación de los precios de los bienes y la dinámica de los salarios y los costes laborales. La evidencia procedente de un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) indica que las perturbaciones de oferta, en particular las relacionadas con la energía y las cadenas globales de suministro, tuvieron un efecto mayor y más rápido, pero menos persistente, sobre la inflación de los BINE que sobre la de los servicios (gráfico B)³. Según los últimos datos, los efectos de estas perturbaciones básicamente han desaparecido de la tasa de variación de los precios de los BINE, que actualmente se está viendo frenada sobre todo por la debilidad de la demanda externa. En cambio, en la tasa de crecimiento de los precios de los servicios el impacto de las perturbaciones de oferta ha sido más persistente y continúa la presión alcista de las perturbaciones del mercado laboral asociadas a las todavía fuertes presiones salariales. De cara al futuro, se espera que la moderación de los precios de la energía, la desaparición gradual de

³ Se estima una versión trimestral del modelo BVAR estructural descrito en M. Bañbara, E. Bobeica y C. Martínez Hernández, «[What drives core inflation? The role of supply shocks](#)», *Working Paper Series*, n.º 2875, BCE, 2023. El modelo incluye el IAPC, el IAPCX, el componente de servicios del IAPC, el PIB real, el PIB mundial, el PMI de producción, el PMI de plazos de entrega de los proveedores y el índice de presiones en las cadenas globales de suministro (GSCPI) de G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen y A. I. Noble, «[The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)», *Staff Reports*, n.º 1017, *Federal Reserve Bank of New York*, mayo de 2022, así como los precios del petróleo, la producción de petróleo, los precios del gas, los precios agrícolas en origen, los precios de producción totales, los precios de producción de los sectores de energía y de bienes intermedios, el tipo de cambio del euro/dólar estadounidense (EUR/USD) y la remuneración por asalariado. La descomposición histórica de la inflación de los BINE se elabora utilizando las descomposiciones de la inflación medida por el IAPCX y la de los servicios, y las correspondientes ponderaciones del IAPC.

las perturbaciones de oferta y el menor crecimiento de los salarios contribuyan a una desaceleración de la tasa de variación de los precios de los servicios.

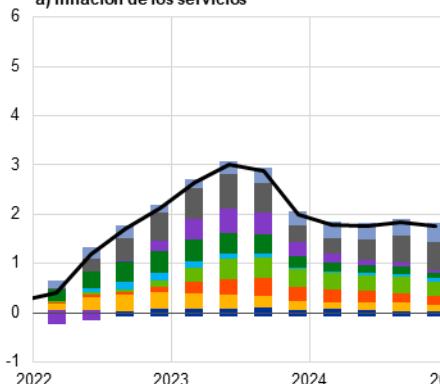
Gráfico B

Descomposición histórica de la inflación de los servicios y de los BINE

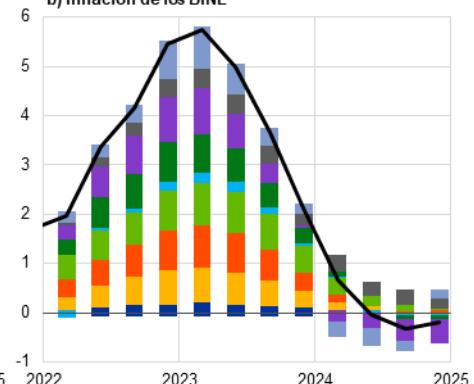
(puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales en desviaciones con respecto a la media implícitas en el modelo y las condiciones iniciales)

- Oferta de petróleo
- Demanda de petróleo
- Precio del gas
- Cadenas globales de suministro
- Oferta interna
- Demanda interna
- Demanda externa
- Mercado de trabajo
- Componente idiosincrásico
- Desviación con respecto a la media

a) Inflación de los servicios



b) Inflación de los BINE



Fuentes: Eurostat, Haver y cálculos del BCE.

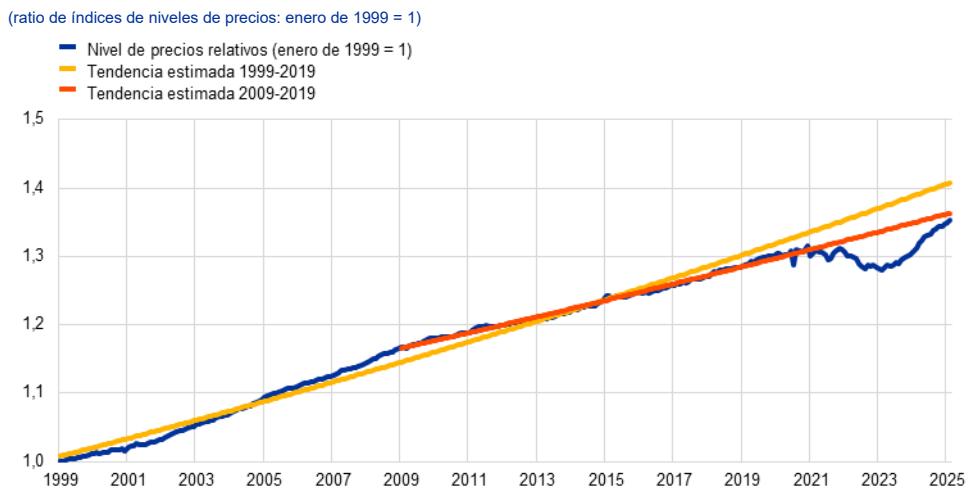
Notas: Los paneles muestran la contribución media puntual de las perturbaciones estructurales a la inflación de los servicios y a la de los BINE en desviaciones con respecto al impacto de las condiciones iniciales y la media. El modelo se basa en una versión trimestral del modelo BVAR estructural descrito en M. Barbura, E. Bobeica y C. Martínez Hernández, «What drives core inflation? The role of supply shocks», Working Paper Series, n.º 2875, BCE, 2023. La muestra de la estimación abarca el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1996 y el mismo trimestre de 2024.

La reciente brecha de inflación muy positiva implica que el nivel de precios relativos de los servicios con respecto a los bienes está convergiendo hacia la tendencia anterior a la pandemia (gráfico C). Entre 2021 y mediados de 2023, el nivel de precios relativos de los servicios con respecto al de los bienes industriales no energéticos pasó a situarse muy por debajo de las tendencias de largo plazo. En febrero de 2025, esta desviación había crecido y se había situado en torno a un 3,9 % por debajo de la tendencia estimada para el período 1999-2019. Los precios relativos con respecto a la tendencia proporcionan una perspectiva adicional para evaluar las tasas de inflación en relación con las medias de inflación de más largo plazo, ya que estas últimas pueden no ser una referencia fiable para la evolución futura. Por ejemplo, el período de «baja inflación» inferior al objetivo llevó a que la inflación subyacente registrara un promedio a largo plazo previo a la pandemia de solo el 1,6 %, mientras que las proyecciones disponibles en la actualidad prevén que este indicador se estabilice en torno al 2 % en los próximos años. Examinar la convergencia del nivel de precios relativos hacia la tendencia tiene la ventaja de que, en principio, no depende de un supuesto específico relativo a la tasa de inflación subyacente. A menos que las perturbaciones de los últimos años hayan provocado un cambio permanente de las preferencias y la productividad, cabe esperar que el nivel de precios relativos converja hacia su tendencia anterior a la

pandemia, al menos a medio plazo. La evolución reciente de la brecha apunta a una reversión casi simétrica de la variación acumulada hasta mediados de 2023⁴.

Gráfico C

Precios relativos de los servicios con respecto a los BINE



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de los precios de los servicios con respecto a los de los BINE. Los datos están desestacionalizados. La última observación corresponde a febrero de 2025. Las tendencias se estiman mediante la regresión del logaritmo del nivel de precios relativos sobre una tendencia constante y lineal.

Las tendencias futuras de los precios relativos están rodeadas de un alto grado de incertidumbre, ya que dependen de factores estructurales relacionados con las tendencias mundiales, la digitalización, la evolución demográfica y el cambio climático. Por ejemplo, la desglobalización debida a la fragmentación geopolítica y comercial podría impulsar al alza los precios de los bienes comerciables⁵. La digitalización y la evolución de la inteligencia artificial (IA) podrían afectar a los precios de los servicios y de los bienes de manera diferente⁶. La magnitud del efecto total sigue siendo incierta y depende de la rapidez con la que estas tecnologías se adopten en el proceso de producción. Las tendencias demográficas, como el envejecimiento de la población, podrían incrementar la demanda de servicios e impulsar al alza los precios al influir en los costes salariales de un sector relativamente intensivo en mano de obra como el de servicios. El cambio climático y las medidas de mitigación asociadas podrían afectar a los precios de los bienes y de los servicios en distinta medida, tanto a través de la exposición a las consecuencias del cambio climático en cada sector como de la

⁴ En P. Amatyakul, D. Igan y M. J. Lombardi, «[Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation](#)», *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, marzo de 2024, se proporcionan estimaciones económicas de esa «corrección de errores» para economías avanzadas (zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido), lo que sugiere una convergencia hacia la tendencia en un plazo de alrededor de dos años.

⁵ Se puede consultar más información en M. G. Attinasi *et al.*, «[Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 365, BCE, 2024.

⁶ En el caso de Estados Unidos, en A. G. Gazzani y F. Natoli, «[The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation](#)», SSRN, diciembre de 2024, se llega a la conclusión de que el efecto de la innovación de IA es negativo en los precios de los bienes y es positivo, aunque no significativo, en los precios de los servicios. El efecto a la baja sobre los precios de los bienes viene determinado por el descenso de los precios de los bienes de consumo duradero y de alta tecnología.

exposición a las políticas de mitigación específicas de cada sector, como la subida de los impuestos al carbono en el contexto de la transición energética⁷.

⁷ Para un análisis de los riesgos físicos para las tasas de inflación de la zona del euro, véase M. Ciccarelli, F. Kuik y C. Martínez Hernández, «The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries», *European Economic Review*, vol. 168, septiembre de 2024.

Visión de las entidades de crédito y de las empresas sobre las condiciones de crédito en la zona del euro: un análisis comparativo basado en las encuestas del BCE

Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich y Judit Rariga

En este recuadro se presenta un análisis de datos de las encuestas sobre el crédito bancario a empresas de la zona del euro desde la perspectiva de las entidades de crédito y de las empresas. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (EPB) y la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) son encuestas de larga tradición que ofrecen información cualitativa sobre la oferta y la demanda de crédito y sobre la interacción entre ambas¹. Las dos encuestas proporcionan importantes indicaciones tempranas de las tendencias futuras de los volúmenes de préstamos e información sobre los factores determinantes de la oferta y la demanda de crédito. La EPB se centra en la valoración que realizan las entidades de crédito de las condiciones del crédito bancario, incluidas sus interacciones con fuentes de financiación alternativas. La SAFE aporta información más detallada, basada en las respuestas de las empresas encuestadas, sobre su estructura financiera en sentido amplio. La combinación de los resultados de ambas encuestas permite complementar los datos cuantitativos sobre los volúmenes de préstamo y los tipos de interés aplicados, y mejorar la interpretación de las condiciones económicas y financieras en la zona del euro².

Desde el punto de vista conceptual, los criterios de concesión de préstamos de la EPB y la disponibilidad de préstamos bancarios de la SAFE están estrechamente relacionados y evolucionan de manera similar (gráfico A). En general, a lo largo de la historia de ambas encuestas ha habido una correlación entre la valoración efectuada por las entidades en la EPB sobre sus criterios de concesión (es decir, los criterios de aprobación de los préstamos) y las percepciones expresadas por las empresas en la SAFE acerca de la disponibilidad

¹ En relación con la EPB, véase el artículo titulado «[Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023. Por lo que respecta a la SAFE, véase el artículo titulado «[The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2024. La EPB es representativa del crédito bancario concedido a las empresas y los hogares de la zona del euro, mientras que la SAFE es representativa de la población total de empresas de la zona. La EPB se lleva a cabo trimestralmente desde que comenzó a publicarse en 2003. La SAFE, que empezó a llevarse a cabo en 2009 con frecuencia semestral, pasó a ser trimestral en el primer trimestre de 2024, lo que permite realizar una comparación directa de sus resultados con los de la EPB. Las dos encuestas son de naturaleza cualitativa y en ellas se pregunta a las entidades de crédito/empresas sobre los cambios en la oferta y la demanda de crédito. El análisis se centra en los «porcentajes netos», definidos como la diferencia entre el porcentaje de entidades o empresas que comunican un endurecimiento/aumento y las que señalan una relajación/disminución. Por consiguiente, los porcentajes netos no deben interpretarse como equivalentes a tasas de crecimiento, sino más bien como indicaciones de la dirección de los cambios.

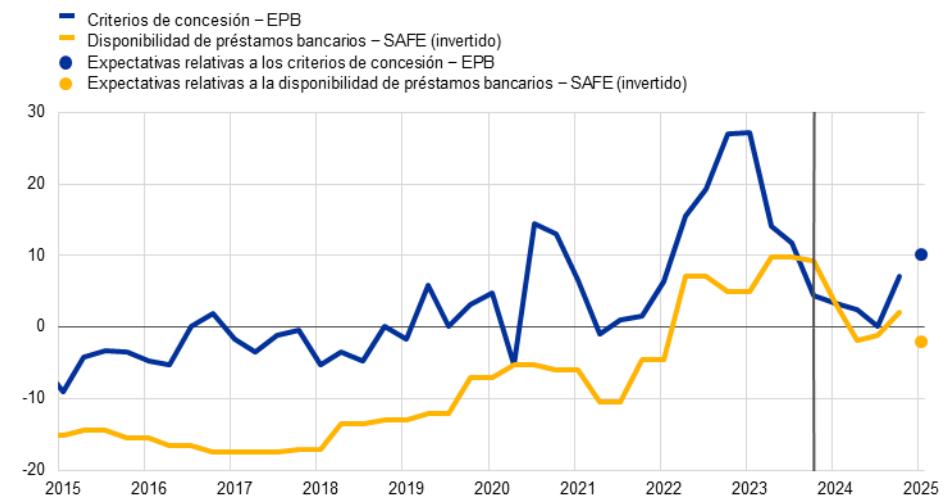
² Por lo que respecta a la EPB, véase el recuadro titulado «[¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, y C. Altavilla, M. Darracq Paries y G. Nicoletti, «[Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis](#)», *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. En relación con la SAFE, véase el recuadro titulado «[El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, y el recuadro «[Vulnerabilidad de las empresas según la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

de préstamos bancarios. Con todo, en el período 2015-2022, las empresas encuestadas señalaron que la disponibilidad de crédito bancario había mejorado, en términos netos, mientras que las valoraciones de las entidades mostraban una relajación neta más moderada de los criterios de concesión, con unos porcentajes netos que fluctuaban en torno a cero. Estas diferencias en los porcentajes netos entre los criterios de concesión de la EPB y la disponibilidad de préstamos bancarios de la SAFE apuntan a divergencias entre las evaluaciones de los riesgos que realizan las entidades de crédito y las empresas, lo que es indicativo de que las entidades ponen mayor énfasis en el riesgo de crédito. Las diferencias también pueden deberse a variaciones en la composición de las exposiciones de las entidades a empresas con perfiles de riesgo específicos. Más recientemente, durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria en 2022-2023, ambas encuestas mostraron una contracción considerable de la oferta de crédito, seguida de un endurecimiento más moderado en los tres primeros trimestres de 2024. En el cuarto trimestre de ese mismo año, las entidades de la zona del euro encuestadas en la EPB indicaron que los criterios de concesión del crédito a empresas habían experimentado un nuevo endurecimiento neto, que se vio reflejado en el deterioro adicional de la disponibilidad de préstamos bancarios señalado por las empresas participantes en la SAFE.

Gráfico A

Cambios en los criterios de concesión y en la disponibilidad de préstamos bancarios a empresas

(porcentajes netos de entidades que señalan un endurecimiento y porcentajes netos de empresas que indican un deterioro)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: En la EPB, un valor positivo representa un endurecimiento neto de los criterios de concesión y en la SAFE una disminución neta de la disponibilidad de préstamos bancarios. Los valores de la SAFE se han invertido. Los puntos se refieren a las expectativas para los tres meses siguientes (EPB y SAFE). La línea vertical señala el cuarto trimestre de 2023, el trimestre a partir del que los resultados de las encuestas, de periodicidad trimestral, son directamente comparables.

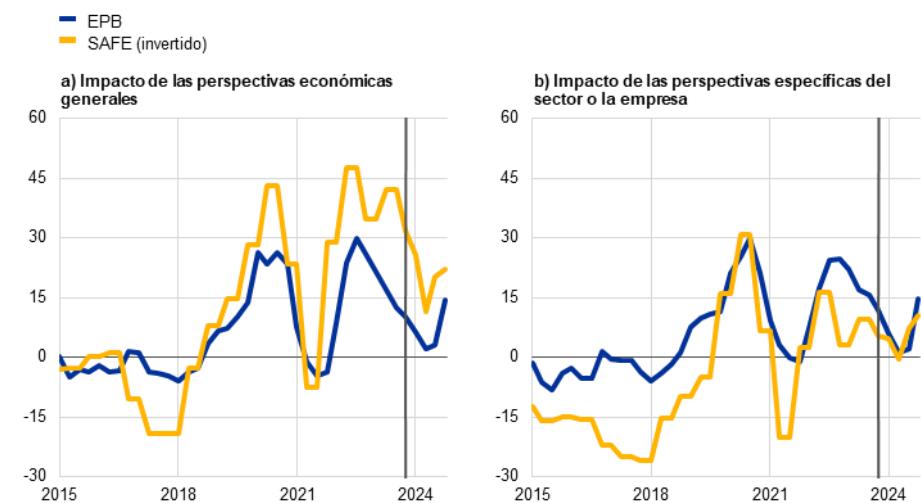
En ambas encuestas, las perspectivas económicas generales y específicas de las empresas son determinantes clave de los criterios de concesión y de la disponibilidad de préstamos bancarios (gráfico B). Las entidades de crédito y las empresas valoran el impacto de las perspectivas económicas generales sobre la oferta de crédito de manera muy parecida, que está estrechamente relacionada con las fluctuaciones cíclicas de la economía de la zona del euro (panel a del gráfico B).

La valoración que realizan las entidades y las empresas del impacto de las perspectivas específicas de los sectores o de las empresas sobre la oferta de crédito también sigue una dinámica similar, si bien las empresas indican que su propia situación suele tener un efecto más positivo en la disponibilidad de crédito bancario que lo que señalan las entidades (panel b del gráfico B). Ello podría deberse a que las empresas se centran más en su solvencia a largo plazo, mientras que es posible que las entidades presten mayor atención al análisis prospectivo de los riesgos de crédito para el sector y los balances de las empresas. En el cuarto trimestre de 2024, tanto las entidades de crédito como las empresas mencionaron las perspectivas económicas generales y las específicas de las empresas como factores importantes que reducen la disponibilidad de préstamos bancarios.

Gráfico B

Impacto de factores seleccionados en los criterios de concesión y en la disponibilidad de préstamos bancarios

(porcentajes netos de entidades que señalan una contribución al endurecimiento y porcentajes netos de empresas que indican un efecto negativo)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

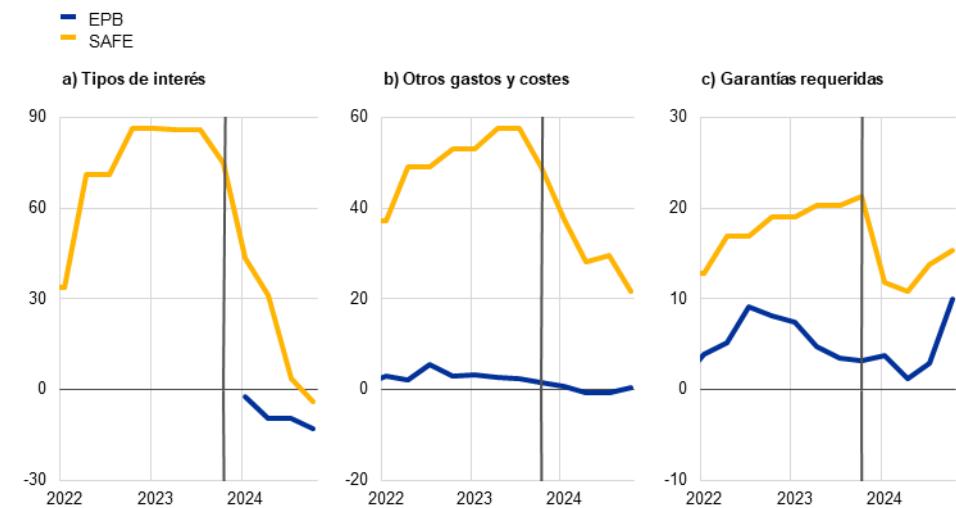
Notas: Véanse las notas del gráfico A. En el panel b, el indicador de la EPB se refiere a las perspectivas específicas del sector y de las empresas, mientras que el indicador de la SAFE se refiere a las ventas y la rentabilidad o a los planes de negocio de las empresas.

Las condiciones relacionadas y no relacionadas con el precio de los contratos de préstamo ayudan a entender la dinámica crediticia y reflejan la interacción entre la oferta y la demanda de préstamos (gráfico C). Las condiciones pueden cambiar como consecuencia de modificaciones de los tipos de interés, o de otros costes de financiación distintos de los tipos de interés —como los gastos y las comisiones— o debido a otras condiciones no asociadas al precio, como las garantías requeridas. En el cuarto trimestre de 2024, tanto las entidades de crédito como las empresas indicaron que la reducción de los tipos de interés había ido acompañada de un endurecimiento de las garantías requeridas. Además, las empresas señalaron que los costes de financiación distintos de los tipos de interés continuaban contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios, mientras que, desde el punto de vista de las entidades, los otros gastos distintos de los intereses prácticamente no se habían modificado.

Gráfico C

Modificaciones de las condiciones de los préstamos a empresas

(porcentajes netos de entidades y empresas, respectivamente, que señalan un aumento o un endurecimiento)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: Tanto en la EPB como en la SAFE, un valor positivo representa un aumento neto de los tipos de interés o de otros gastos y costes, o un endurecimiento neto de las garantías requeridas. En la EPB, los tipos de interés se refieren a los tipos de interés de los préstamos, que se incluyen en la encuesta desde el primer trimestre de 2024. Los otros gastos y costes son los gastos distintos de los intereses señalados en la EPB y los otros costes de financiación indicados en la SAFE. Para más detalles sobre la línea vertical, véase el gráfico A.

En la EPB, la demanda de préstamos bancarios de las empresas recoge los cambios en la demanda observados por las entidades de crédito, que tienen un carácter muy cíclico, mientras que en la SAFE se presenta información sobre las variaciones generales de las necesidades de préstamos bancarios de las empresas para gestionar su negocio, que son menos cíclicas (gráfico D). En la EPB, la demanda de préstamos bancarios se refiere a las necesidades de préstamos bancarios de las empresas percibidas por las entidades de crédito, con independencia de si, en última instancia, estas necesidades se materializan en un préstamo³. En la SAFE, las necesidades de préstamos bancarios de las empresas reflejan sus propias percepciones y valoraciones sobre sus necesidades de financiación externa, que quizás no siempre lleven a las empresas a acudir a una entidad de crédito para solicitar un préstamo. Por tanto, el indicador de la SAFE capta tanto las necesidades de financiación observadas por las entidades de crédito como aquellas que, en otras circunstancias, podrían pasar desapercibidas, como las de empresas sin contacto con entidades bancarias o las de prestatarios desanimados. Otro indicador de la SAFE proporciona información sobre el porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios. Históricamente, el indicador de demanda de préstamos de la EPB ha mostrado un comportamiento más cíclico que los indicadores de demanda obtenidos de la SAFE, lo que podría deberse a las diferencias en la forma en que las entidades y las empresas analizan la demanda. Cabe la posibilidad de que las entidades pongan más el foco en el

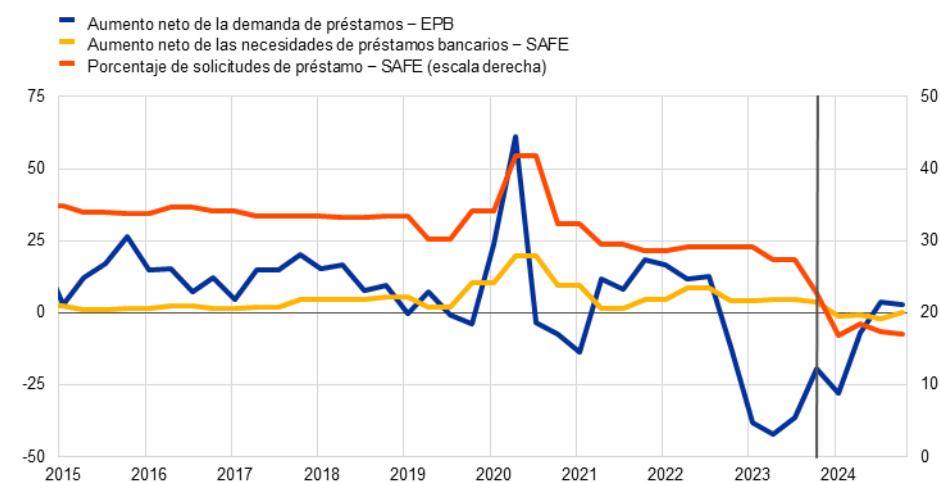
³ A partir de los contactos que mantienen regularmente con sus clientes corporativos, las entidades que participan en la EPB realizan una valoración de los cambios en las necesidades de financiación de las empresas, incluso cuando no recurren a las entidades de crédito. Esto también se refleja en las respuestas de las entidades a preguntas como, por ejemplo, las referidas al impacto de las fuentes de financiación alternativas en la demanda de préstamos de las empresas. Además, es posible que las entidades reciban otras señales de posibles nuevos clientes, si estas empresas acuden a ellas.

análisis de la demanda de crédito de las empresas en el contexto de la situación económica general y de las perspectivas de negocio, mientras que puede que las empresas presten más atención a sus operaciones y oportunidades de negocio. Con todo, los indicadores de ambas encuestas han apuntado a una debilidad persistente de la demanda de préstamos entre finales de 2022 y el cuarto trimestre de 2024, pese a la bajada de los tipos de interés.

Gráfico D

Cambios en la demanda de préstamos en la EPB y en las necesidades y solicitudes de préstamos bancarios en la SAFE

(eje izquierdo: porcentajes netos, eje derecho: porcentajes)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: En el eje izquierdo, un valor positivo representa un aumento neto de la demanda de préstamos en la entidad de crédito (EPB) y un aumento neto de las necesidades de préstamos bancarios de las empresas (SAFE). En el eje derecho, los porcentajes muestran la proporción de empresas que solicitaron un préstamo bancario en comparación con todas las empresas para las que los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante. Para más detalles sobre la línea vertical, véanse las notas del gráfico A.

En general, los resultados de la EPB y de la SAFE enriquecen el análisis de la dinámica del crédito al proporcionar información adicional desde la perspectiva de las entidades de crédito y las empresas. En consecuencia, las encuestas también mejoran la interpretación de las condiciones económicas y financieras en la zona del euro. En cuanto a los resultados más recientes, referidos al cuarto trimestre de 2024, ambas encuestas señalaron un nuevo endurecimiento de la oferta de crédito bancario a empresas en la zona del euro, que al parecer estuvo impulsado por el aumento de los riesgos de crédito. Además, tanto las entidades como las empresas manifestaron que la demanda seguía siendo débil.

8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 23 de octubre de 2024 y el 4 de febrero de 2025

Samuel Bieber y Vladimir Tsonchev

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2024. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 23 de octubre de 2024 y el 4 de febrero de 2025 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia. La provisión de liquidez descendió debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a raíz de la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones parciales del PEPP desde principios de julio de 2024. Las reinversiones bajo el programa PEPP dejaron de realizarse al final de diciembre de 2024. La menor provisión de liquidez también reflejó el vencimiento de la última operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) el 18 de diciembre de 2024. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso constante de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

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 39 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.423 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 incrementaron 1 mm de euros hasta un importe de 164 mm de euros, con un efecto marginal sobre la variación de las necesidades de liquidez agregadas.

Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 54 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos. En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 54 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de las cuentas de revalorización resultante de la subida de los precios del oro, que se vio compensado con creces por el correspondiente incremento de las tenencias de activos exteriores netos (véase el apartado sobre los factores autónomos de inyección de liquidez más abajo). Los

depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron 7 mm de euros y se situaron en 111 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja 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 aumentaron el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado. El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, 7 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.569 mm de euros. La demanda de billetes se ha mantenido básicamente estable tras el máximo alcanzado en julio de 2022.

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 93 mm de euros, debido principalmente a que los activos exteriores netos registraron un aumento de 71 mm de euros. El incremento de las tenencias de activos exteriores netos estuvo impulsado sobre todo por el aumento de los precios del oro y de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 22 mm de euros durante el período de referencia.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.739	(+54)	2.725	(+23)	2.756	(+31)	2.686	(+45)
Billetes en circulación	1.569	(+7)	1.563	(+3)	1.577	(+13)	1.563	(+8)
Depósitos de las AA. PP.	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	1.059	(+54)	1.047	(+23)	1.072	(+25)	1.005	(+37)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
Facilidad de depósito	2.917	(-115)	2.928	(-61)	2.904	(-24)	3.032	(-139)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.480	(+93)	1.437	(+30)	1.528	(+91)	1.386	(+68)
Activos exteriores netos	1.170	(+71)	1.146	(+22)	1.198	(+53)	1.099	(+54)
Activos netos denominados en euros	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
Instrumentos de política monetaria	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operaciones de mercado abierto	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operaciones de crédito	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
- OPF	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- OFPML a tres meses	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- Operaciones TLTRO III	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Carteras en firme ¹⁾	4.306	(-118)	4.334	(-62)	4.275	(-59)	4.424	(-102)
Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm 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: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas¹⁾	1.423	(-39)	1.451	(-7)	1.392	(-59)	1.462	(-22)
Factores autónomos netos²⁾	1.260	(-40)	1.288	(-7)	1.228	(-60)	1.300	(-23)
Exceso de liquidez³⁾	2.923	(-116)	2.933	(-62)	2.911	(-22)	3.039	(-138)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm 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, las partidas en curso de liquidación también se incluyen 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: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024	Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025	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
OPF	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Facilidad de depósito	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

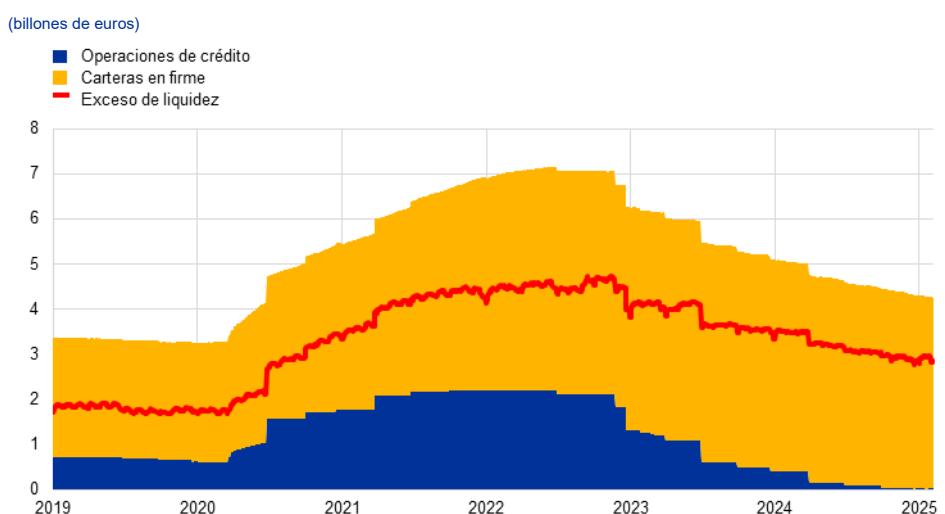
Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 154 mm de euros, hasta un importe de 4.346 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). La reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2025.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme experimentó un descenso de 118 mm de euros durante el período de

referencia y se situó en 4.306 mm de euros. Este descenso fue atribuible al vencimiento de los valores de la cartera del APP y a las reinversiones parciales en el marco del PEPP entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 2024, cuando se puso fin a todas las reinversiones¹.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 37 mm de euros, hasta los 40 mm de euros, durante el período de referencia. Esta caída refleja en gran medida la disminución de los saldos vivos de las TLTRO III tras el vencimiento de la última de estas operaciones el 18 de diciembre de 2024 (29 mm de euros). Los saldos vivos medios de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses y de las operaciones principales de financiación (OPF) registraron un aumento de 5 mm de euros en ambos casos. La participación relativamente limitada de las entidades de crédito en estas operaciones regulares, pese a los cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO, refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez medio se redujo 116 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.923 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 de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez 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 ha disminuido de forma sostenida hasta situarse por debajo de los 3.000 mm de euros durante el período de referencia.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno redujo en dos ocasiones los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos — en particular el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—. En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito se situaron en el 2,75 %, el 2,90 % y el 3,15 %, respectivamente, inmediatamente después del final del período de referencia.

Durante el período de referencia, el tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) reflejó las bajadas de los tipos de interés del BCE, manteniendo un diferencial negativo con el tipo de la facilidad de depósito. El €STR cotizó, en promedio, 8,4 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito

¹ Los valores mantenidos en las carteras en firme se contabilizan a coste amortizado y se ajustan al final de cada trimestre, lo que tiene un impacto marginal en las variaciones de estas carteras.

durante el período analizado, en comparación con una media de 8,7 puntos básicos en el quinto y el sexto 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, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR.

En promedio, el tipo *repo* se situó, 2,6 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con 1,6 puntos básicos en el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2024. El diferencial relativamente cercano entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas, de la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o el reembolso de las TLTRO y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP. Otro factor que contribuyó a presionar al alza los tipos *repo* fue la mayor demanda de inversores apalancados para financiar posiciones largas en bonos. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata.