



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 6/2022



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	10
2 Actividad económica	17
3 Precios y costes	24
4 Evolución de los mercados financieros	32
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	38
6 Evolución de las finanzas públicas	47
<b>Recuadros</b>	<b>52</b>
1 El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19	52
2 El COVID-19 y las decisiones de jubilación de los trabajadores de más edad en la zona del euro	58
3 ¿Las expectativas de una minoría determinan las del resto? Análisis detallado de la evolución reciente de la distribución de las expectativas de inflación	64
4 El impacto de la subida de los tipos de interés hipotecarios en el mercado de la vivienda de la zona del euro	68
5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 20 de abril y el 26 de julio de 2022	74
6 Criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en los sistemas internos de evaluación del crédito del Eurosistema	82
<b>Artículo</b>	<b>86</b>
1 Políticas fiscales para mitigar el cambio climático en la zona del euro	86
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

El 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. Este importante paso anticipa la transición desde el nivel muy acomodaticio de los tipos de interés oficiales vigente hacia niveles que asegurarán el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del Consejo de Gobierno. Sobre la base de su evaluación actualizada, el Consejo de Gobierno espera incrementar los tipos de interés en las próximas reuniones para moderar la demanda y proteger frente al riesgo de un aumento persistente de las perspectivas de inflación. El Consejo de Gobierno reevaluará periódicamente la senda de su política a la luz de la nueva información y de la evolución de las perspectivas de inflación. Sus decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

El Consejo de Gobierno adoptó esta decisión, y espera volver a subir los tipos de interés, porque la inflación sigue siendo excesivamente elevada y es probable que se mantenga por encima del objetivo durante un período prolongado. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación alcanzó el 9,1 % en agosto. La fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, las presiones de demanda en algunos sectores debido a la reapertura de la economía y los cuellos de botella en la oferta continúan impulsando la inflación. Las presiones sobre los precios han seguido intensificándose y extendiéndose al conjunto de la economía, y la inflación podría continuar avanzando en el corto plazo. A medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios, la inflación descenderá. De cara al futuro, los expertos del BCE han revisado significativamente al alza sus proyecciones de inflación y ahora esperan que se sitúe, en promedio, en el 8,1 % en 2022, el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024.

Tras experimentar un rebote en el primer semestre de 2022, los últimos datos apuntan a una desaceleración sustancial del crecimiento económico de la zona del euro, y se espera un estancamiento de la economía durante los últimos meses del año y en el primer trimestre de 2023. Los precios muy elevados de la energía están reduciendo el poder adquisitivo de la renta de los ciudadanos y, aunque los cuellos de botella en la oferta están relajándose, siguen limitando la actividad económica. Por otra parte, la adversa situación geopolítica, especialmente la agresión injustificada de Rusia a Ucrania, está afectando a la confianza de las empresas y de los consumidores. Estas perspectivas se reflejan en las últimas proyecciones de los expertos sobre el crecimiento de la economía, que se han revisado notablemente a la baja para el resto de este año y para 2023. Los expertos esperan ahora que el crecimiento sea del 3,1 % en 2022, el 0,9 % 2023 y el 1,9 % en 2024.

Las vulnerabilidades persistentes causadas por la pandemia siguen representando un riesgo para la transmisión fluida de la política monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá reinvertiendo con flexibilidad el principal de los valores de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia.

## Actividad económica

La alta inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de factores adversos relacionados con la oferta están influyendo negativamente en la actividad económica en todo el mundo. Los datos procedentes de encuestas señalan una moderación generalizada de la actividad económica. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento mundial son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024. Estas perspectivas son peores que las indicadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 e implican que el ritmo de avance de la economía mundial será ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las perspectivas de mayor debilidad de la demanda y las mejoras en la oferta han contribuido a aliviar las presiones en las cadenas de suministro que, no obstante, aún persisten. En línea con las perspectivas de crecimiento global, las relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también se han deteriorado en comparación con las proyecciones de junio. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de subidas de los precios de las materias primas, persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza para la inflación global.

La economía de la zona del euro creció un 0,8 % en el segundo trimestre de 2022, debido principalmente al fuerte gasto de los consumidores en servicios que requieren mayor interacción social, como resultado de la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia. Durante el verano, dado que los ciudadanos viajaron más, los países con sectores turísticos importantes se beneficiaron especialmente. Al mismo tiempo, las empresas se han visto afectadas por los elevados costes de la energía y la continuación de los cuellos de botella en la oferta, si bien estos se han ido relajando de manera gradual. Aunque el auge del turismo ha contribuido al crecimiento económico durante el tercer trimestre, el Consejo de Gobierno espera que la economía se ralentice sustancialmente durante el resto de este año. Ello se debe a cuatro razones principales. En primer lugar, la elevada inflación está frenando el gasto y la producción en el conjunto de la economía, y estos factores adversos se ven agravados por las disrupciones en el suministro de gas. En

segundo lugar, el fuerte repunte de la demanda de servicios relacionado con la reapertura de la economía perderá impulso en los próximos meses. En tercer lugar, el debilitamiento de la demanda mundial, también en el contexto de una orientación más restrictiva de la política monetaria en muchas grandes economías, y el empeoramiento de la relación real de intercambio, se traducirán en un menor apoyo a la economía de la zona del euro. En cuarto lugar, la incertidumbre sigue siendo alta y la confianza se está deteriorando de manera acusada.

Al mismo tiempo, el mercado de trabajo ha mantenido su fortaleza, respaldando la actividad económica. El empleo aumentó en más de 600.000 personas en el segundo trimestre de 2022 y la tasa de desempleo se situó en un mínimo histórico del 6,6 % en julio. El total de horas trabajadas se incrementó de nuevo en un 0,6 % ese segundo trimestre y ha superado sus niveles anteriores a la pandemia. A más largo plazo es probable que la ralentización de la economía se traduzca en un incremento de la tasa de desempleo.

El escenario de referencia para la zona del euro de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 se basa en los supuestos de que la demanda de gas se verá atenuada por los altos precios y las medidas de ahorro de energía por motivos de precaución (tras el reciente acuerdo de la UE de reducir la demanda de gas hasta un 15 %) y de que no será necesario un racionamiento importante del gas. No obstante, se considera que serán necesarios algunos recortes de la producción durante el invierno en los países que tienen una fuerte dependencia de las importaciones de gas natural ruso y que corren el riesgo de sufrir escasez de suministros. Aunque los cuellos de botella en la oferta se han reducido recientemente a un ritmo algo más rápido de lo esperado, siguen lastrando la actividad y se estima que se disiparán gradualmente. A medio plazo, a medida que se reequilibren los mercados de la energía, disminuya la incertidumbre, se resuelvan los cuellos de botella en la oferta y mejoren las rentas reales, se espera que el crecimiento repunte, pese a unas condiciones de financiación menos favorables. De acuerdo con las proyecciones, el mercado de trabajo se debilitará como consecuencia de la ralentización de la actividad económica, aunque, en general, seguirá mostrando bastante capacidad de resistencia. En conjunto, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el crecimiento anual del PIB real se situará, en promedio, en el 3,1 % en 2022, se desacelerará de forma acusada hasta el 0,9 % en 2023 y repuntará hasta el 1,9 % en 2024. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022, tras las sorpresas positivas observadas en el primer semestre del año, y a la baja en 1,2 puntos porcentuales para 2023 y 0,2 puntos porcentuales para 2024, debido principalmente al impacto de las disrupciones en el suministro de energía, al aumento de la inflación y a la consiguiente caída de la confianza.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro mejorará de forma continuada hasta 2024, aunque algo menos de lo previsto en las proyecciones de junio. Sin embargo, las proyecciones fiscales continúan sujetas a una elevada incertidumbre,

relacionada fundamentalmente con la guerra en Ucrania y con la evolución de los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Tales medidas han tenido por objeto, en gran parte, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, en particular en lo que respecta a la energía, y también financiar las nuevas capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Rusia en Ucrania. No obstante, de acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,7 % al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación en respuesta a la crisis del coronavirus (COVID-19) en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo levemente, en particular en 2023, y que sea neutral en 2024. En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las perspectivas económicas como consecuencia de la guerra en Ucrania, así como de subidas de los precios de la energía y de persistencia de las perturbaciones en las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y que la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.

Las medidas de apoyo fiscal para amortiguar el impacto del encarecimiento de los precios de la energía deben ser temporales y estar dirigidas a los hogares y las empresas más vulnerables a fin de limitar el riesgo de intensificar las presiones inflacionistas, mejorar la eficiencia del gasto público y mantener la sostenibilidad de la deuda. Las políticas estructurales deben tener como objetivo aumentar el crecimiento potencial de la zona del euro y respaldar su capacidad de resistencia.

## Inflación

La inflación siguió aumentando y en agosto se situó en el 9,1 %. La tasa de variación de los precios de la energía se mantuvo en un nivel extremadamente elevado, el 38,3 %, y volvió a ser el componente que más contribuyó a la inflación general. Los indicadores de mercado sugieren que, a corto plazo, los precios del petróleo se moderarán, mientras que los precios mayoristas del gas continuarán siendo extraordinariamente altos. La inflación de los precios de los alimentos también se incrementó en agosto, hasta el 10,6 %, lo que en parte refleja la subida de los costes de los bienes intermedios relacionados con la energía, disrupciones en el comercio de materias primas alimenticias y unas condiciones meteorológicas adversas. Aunque los cuellos de botella en la oferta se han ido moderando, siguen trasladándose paulatinamente a los precios de consumo y están ejerciendo presiones al alza sobre la inflación, al igual que la recuperación de la demanda en el sector servicios. La depreciación del euro también ha contribuido a la acumulación



de presiones inflacionistas. Las presiones sobre los precios se están propagando cada vez a más sectores, en parte debido al impacto de los altos costes de la energía en toda la economía. En consecuencia, los indicadores de la inflación subyacente permanecen en cotas elevadas y las últimas proyecciones de los expertos prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 3,9 % en 2022, el 3,4 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. Es probable que la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y ciertos efectos de recuperación para compensar la mayor inflación contribuyan al crecimiento de los salarios. Al mismo tiempo, los nuevos datos y los recientes acuerdos salariales indican que, en general, la evolución de los salarios sigue siendo contenida. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

La inflación continúa registrando fuertes aumentos como consecuencia de nuevas e importantes perturbaciones de oferta, que están transmitiéndose a los precios de consumo a un ritmo más rápido que en el pasado. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, la inflación general medida por el IAPC se mantendrá por encima del 9 % durante el resto de 2022, debido a los precios extremadamente altos de la energía y de las materias primas alimenticias, así como a las presiones al alza relacionadas con la reapertura de la economía, la escasez de oferta y las tensiones en los mercados de trabajo. El descenso esperado de la inflación desde una media del 8,1 % en 2022 hasta el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024 refleja principalmente una acusada caída de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos debido a efectos de base negativos y al supuesto de disminución de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los futuros. Se considera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles altos sin precedentes hasta mediados de 2023, pero también se espera que posteriormente descienda a medida que se atenúen los efectos de la reapertura de la economía y que se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos. Se prevé que la inflación general se mantendrá por encima del objetivo del BCE del 2 % en 2024, como consecuencia de los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, de la reciente depreciación del euro, de la solidez de los mercados de trabajo y de algunos efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (en 1,3 puntos porcentuales) y 2023 (2 puntos porcentuales), y ligeramente al alza para 2024 (0,2 puntos porcentuales). Esto obedece a datos recientes distintos de lo esperado, a fuertes aumentos en los supuestos de precios mayoristas del gas y de la electricidad, a un crecimiento más vigoroso de los salarios y a la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. Estos efectos compensan con creces el impacto a la baja derivado del reciente descenso de los precios de las materias primas alimenticias, de la menor severidad de los cuellos de botella en la oferta con respecto a lo contemplado anteriormente y del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento.

## Evaluación de riesgos

En un contexto de desaceleración de la economía mundial, los riesgos para el crecimiento están orientados principalmente a la baja, en particular en el corto plazo. Como se refleja en el escenario bajista de las proyecciones de los expertos, una duración prolongada de la guerra en Ucrania sigue constituyendo un riesgo significativo para el crecimiento, en particular si las empresas y los hogares tuvieran que hacer frente a un racionamiento del suministro energético. En tal situación, la confianza podría deteriorarse más y las restricciones de oferta podrían volver a agravarse. Asimismo, los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles persistentemente más elevados de lo esperado. Un nuevo empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales podría representar un lastre adicional para la demanda externa de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza. Al igual que para el crecimiento, el principal riesgo a corto plazo es una disrupción mayor en el suministro de energía. A medio plazo, la inflación podría ser más elevada de lo esperado como consecuencia de un empeoramiento persistente de la capacidad de producción de la economía de la zona del euro, de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, de un aumento de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno o de incrementos salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, una disminución de los costes de la energía o un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado anticipándose a nuevas medidas de normalización de la política monetaria en respuesta a las perspectivas de inflación. El crédito a las empresas se ha encarecido en los últimos meses, y los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a los hogares actualmente se sitúan en los niveles más altos observados desde hace más de cinco años. Hasta ahora, el volumen de crédito bancario a las empresas ha continuado siendo elevado, lo que en parte refleja la necesidad de financiar los altos costes de producción y la acumulación de existencias. Los préstamos hipotecarios a los hogares se están moderando como consecuencia del endurecimiento de los criterios de concesión, del incremento de los costes de la financiación y de la reducida confianza de los consumidores.

## Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementaron hasta el 1,25 %, 1,50 % y 0,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 14 de septiembre



de 2022. Este importante paso anticipa la transición desde el nivel muy acomodaticio de los tipos de interés oficiales vigente hacia niveles que asegurarán el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno adoptó esta decisión, y espera volver a subir los tipos de interés, porque la inflación sigue siendo excesivamente elevada y es probable que se mantenga por encima del objetivo durante un período prolongado. Las decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

Tras la subida del tipo de la facilidad de depósito por encima de cero, el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de reservas ya no es necesario. En consecuencia, en su reunión del 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió suspender el sistema de dos tramos fijando el multiplicador en cero.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comenzó a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria. En lo que se refiere al PEPP, el Consejo de Gobierno pretende reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria. El principal de los valores de la cartera del PEPP que van venciendo se está reinvertiendo con flexibilidad con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

El Consejo de Gobierno seguirá vigilando las condiciones de financiación de las entidades de crédito y asegurando que el vencimiento de las operaciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. Evaluará también periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Con el fin de preservar la transmisión efectiva de la política monetaria y salvaguardar el funcionamiento ordenado del mercado, el 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió eliminar temporalmente el tipo de interés máximo del 0 % aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas. El límite máximo continuará siendo temporalmente el menor entre el tipo de interés de la facilidad de depósito del Eurosistema y el tipo a corto plazo del euro (€STR), también cuando el tipo de la facilidad de depósito sea positivo. Está previsto que la medida esté en vigor hasta el 30 de abril de 2023. Esta modificación evitará una salida brusca de depósitos al mercado, en un momento en el que algunos segmentos de los mercados de *repos* de la zona del euro están mostrando señales de escasez de activos de garantía, y permitirá evaluar a fondo cómo se están ajustando los mercados monetarios al retorno de tipos de interés positivos.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. El instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permitirá al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

*La alta inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de cuellos de botella en la oferta están dejando sentir sus efectos en un contexto de desaceleración de la actividad económica mundial. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento global son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024. Estas perspectivas son peores que las indicadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 e implican que el ritmo de avance de la economía mundial será ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las perspectivas de mayor debilidad de la demanda y las mejoras en la oferta han contribuido a aliviar las presiones sobre las cadenas de suministro que, no obstante, aún perduran. Las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también se han deteriorado en comparación con las proyecciones de junio. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de subidas de los precios de las materias primas, persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.*

**La economía mundial se está desacelerando en un contexto en el que la elevada inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de cuellos de botella en la oferta dejan sentir sus efectos en la actividad económica.** La guerra en Ucrania ha impulsado al alza los precios de las materias primas energéticas y ha causado perturbaciones en las cadenas globales de suministro de alimentos, lo que ha intensificado las presiones inflacionistas en todo el mundo y ha acrecentado la preocupación por la seguridad alimentaria mundial. En China, la recuperación de la economía tras los confinamientos impuestos en provincias importantes en la primavera se ha estancado recientemente, debido a la mayor debilidad de la demanda como consecuencia de las estrictas medidas de contención introducidas para hacer frente a pequeños brotes de coronavirus (COVID-19), a los recortes de producción en algunos sectores intensivos en energía y al agravamiento de la recesión en el sector inmobiliario residencial. La relajación sostenida de las restricciones asociadas a la pandemia en las principales economías avanzadas desde la primavera ha contribuido a respaldar el consumo en los sectores de servicios de turismo y viajes y de hostelería. No obstante, las presiones inflacionistas excepcionalmente acusadas que han obligado a los bancos centrales a endurecer su política monetaria están afectando a la renta disponible y al ahorro acumulado durante la pandemia.

### Los datos de encuestas señalan una moderación generalizada de la actividad económica.

La producción manufacturera volvió a disminuir en agosto de 2022, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (gráfico 1). En los servicios, la evolución fue similar, sobre todo en las economías avanzadas. El indicador de actividad relativo al PIB real mundial (excluida la zona del euro), que se basa en una amplia variedad de indicadores, confirma la evidencia procedente de las encuestas y apunta a una pérdida continuada de dinamismo de la actividad económica en agosto. Esta evolución es acorde con la contracción estimada en el segundo trimestre de 2022, ya que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se situó en el  $-0,6\%$ . En comparación con las proyecciones de junio, este dato más negativo refleja una expansión más débil de lo previsto anteriormente en China, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.

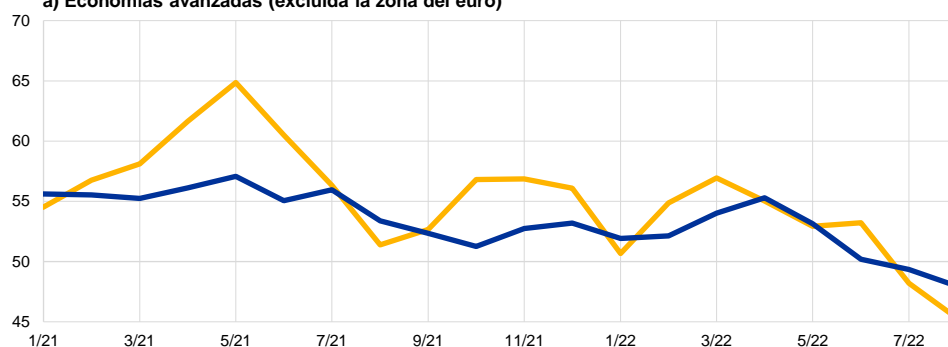
#### Gráfico 1

##### PMI de actividad por sector y tipo de economía

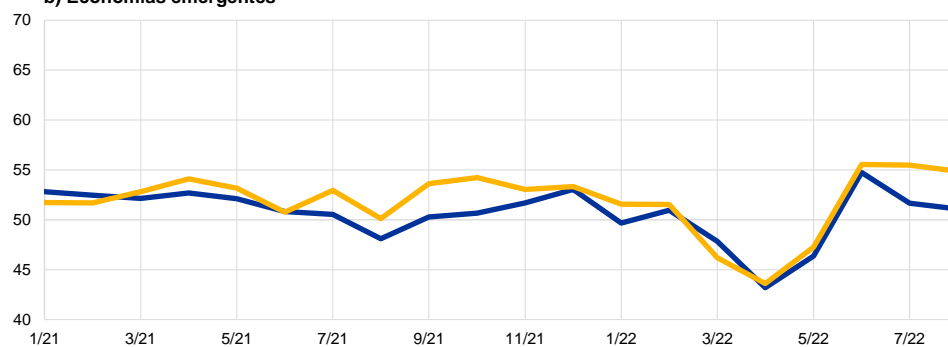
(Índices de difusión)

— Servicios  
— Manufacturas

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



###### b) Economías emergentes



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

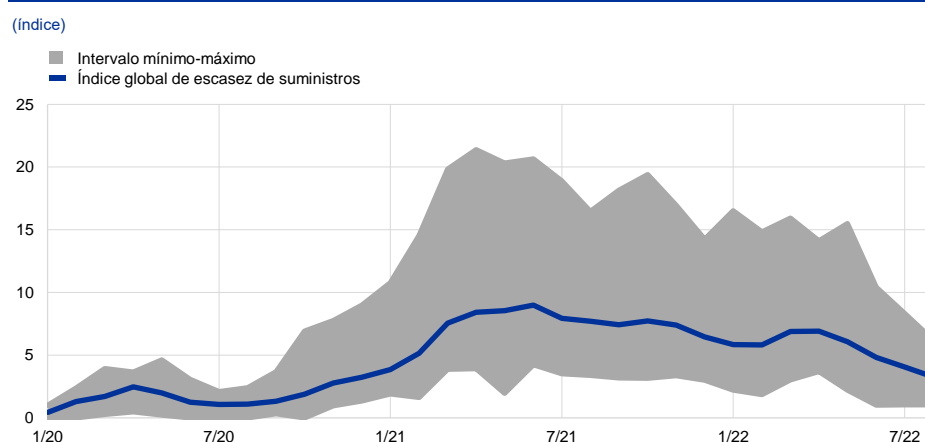
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

**Las perspectivas de crecimiento mundial son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024.** En conjunto, se espera que el ritmo de avance de la economía mundial sea ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el crecimiento del

PIB real mundial (excluida la zona del euro) se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2022, 0,4 puntos porcentuales para 2023 y 0,2 puntos porcentuales para 2024. La mayor parte de las revisiones a la baja del crecimiento durante el horizonte de proyección se deben al deterioro de las perspectivas de China y Estados Unidos. En el Reino Unido se espera que la fuerte subida de los precios de la energía lastre considerablemente la actividad, que se prevé que empiece a desacelerarse en torno al cambio de año. Las revisiones a la baja del crecimiento para este año se han visto contrarrestadas en parte por una recesión algo más suave de lo previsto anteriormente en Rusia, que hasta ahora ha demostrado más capacidad de resistencia a las sanciones económicas de lo anticipado originalmente, así como por una actividad más vigorosa de lo esperado en algunas grandes economías emergentes, como Brasil, México y Turquía.

**El debilitamiento de la actividad manufacturera mundial está afectando al comercio, que ya comenzó a desacelerarse en la primavera de este año.** Pese a las distorsiones de oferta derivadas de los estrictos confinamientos impuestos en importantes provincias chinas esta primavera, el comercio mundial de bienes muestra una clara pérdida de impulso a medida que la demanda privada de bienes se va normalizando paulatinamente en las economías avanzadas desde los elevados niveles alcanzados. Por otra parte, las perspectivas relativas a los flujos comerciales globales de bienes siguen deteriorándose, como indican los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero, que en agosto se mantuvieron en terreno contractivo por segundo mes consecutivo. Con este trasfondo, los plazos de entrega de los proveedores se redujeron, aunque continúan siendo más largos que antes en algunas de las principales economías, como el Reino Unido y Estados Unidos. La escasez de suministros también disminuyó para una amplia gama de bienes en el sector manufacturero, lo que, junto con la moderación de la demanda, contribuyó a aliviar parte de las presiones de oferta a escala global (gráfico 2). Con todo, aún subsisten algunos cuellos de botella en la oferta.

**Gráfico 2**  
Índice global de escasez de suministros



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.  
Notas: El índice global de escasez de suministros (Global Supply Shortages Index) mide la cantidad de bienes incluidos en el índice en los que se ha observado escasez de oferta con respecto a su media de largo plazo de cada mes. La media de largo plazo es el valor 1 del índice. El intervalo sombreado mínimo-máximo se refiere a los percentiles 5-95 de 20 bienes. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

**Las perspectivas relativas al comercio mundial también se han deteriorado.** Se prevé que las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) aumenten un 4,6 % en 2022, un 2,7 % en 2023 y un 3,4 % en 2024, mientras que la demanda externa de la zona del euro será algo más débil, sobre todo en 2023. En comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para los últimos años del horizonte de proyección. Sin embargo, para 2022 se han revisado al alza en ambos casos, debido a que, a principios de este año, el comercio mostró más dinamismo de lo esperado en las economías avanzadas, en especial en el Reino Unido y en los países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

**Las presiones inflacionistas mundiales siguen siendo elevadas y generalizadas.** Estas presiones reflejan las subidas de los precios de las materias primas, la persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual se redujo ligeramente hasta el 8 % en julio, desde el 8,1 % de junio, ya que el aumento de la inflación subyacente se vio compensado con creces por la menor contribución de los componentes de energía y de alimentos<sup>1</sup>. No obstante, la inflación sigue siendo alta y se sitúa muy por encima del nivel de mediados de 2021, cuando la demanda se recuperó con fuerza en el contexto de la reapertura de las economías (gráfico 3).

**Las crecientes presiones inflacionistas también son evidentes en la subida de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro.** Estos precios (en moneda nacional) se han revisado al alza en relación con las proyecciones de junio, ya que el impacto de los supuestos de ligera caída de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se ve superado por unas presiones inflacionistas latentes internas y globales más intensas. Con todo, la disminución prevista de los precios de las materias primas en línea con el precio de sus futuros, unida al debilitamiento del crecimiento mundial, moderaría las presiones inflacionistas a medio plazo.

---

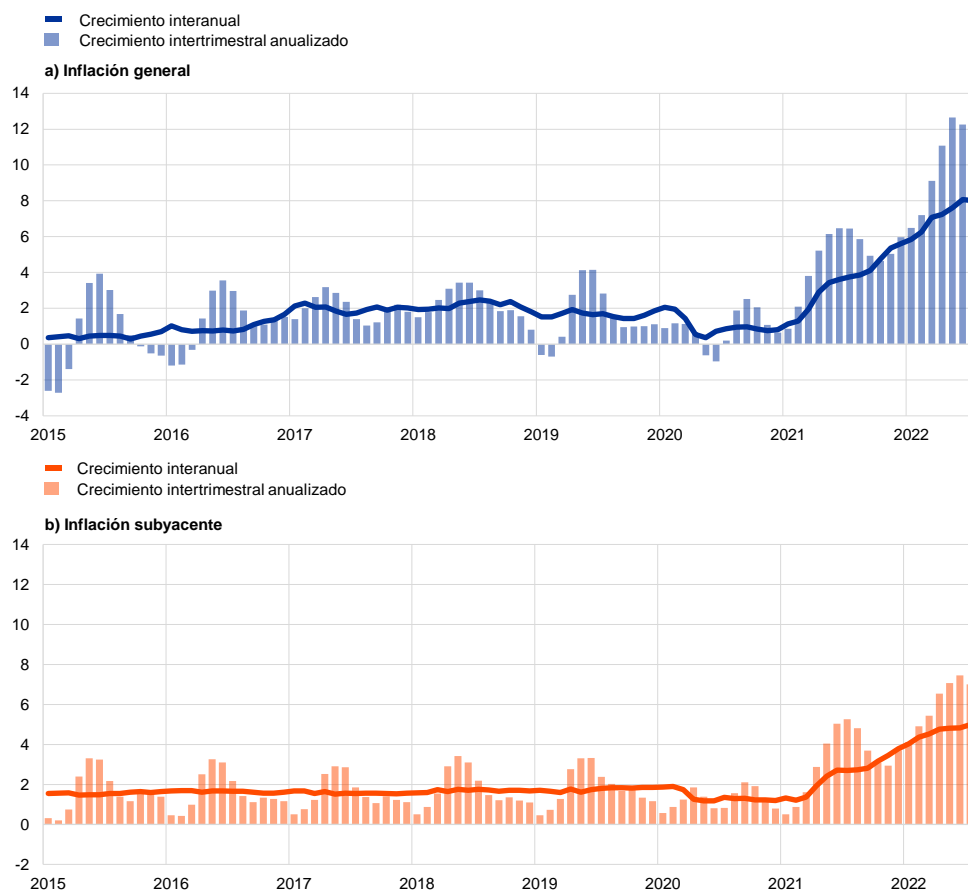
<sup>1</sup> Los datos de inflación de los países de la OCDE no incluyen a Turquía porque puede considerarse que este país, en el que la inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el 79,6 % en julio, es un caso atípico entre los países miembros.



### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados de la OCDE que se muestran en los paneles se han calculado excluyendo a Turquía. En este país, la inflación general y la subyacente se situaron en el 79,6 % y el 63,8 %, respectivamente, en términos interanuales. En los países de la OCDE, incluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 10,2 % y el 6,8 %, respectivamente, en julio, frente al 10,3 % y el 6,5 % de junio. La inflación subyacente excluye la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**Los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas disminuyeron en comparación con las proyecciones de junio, mientras que, en Europa, los del gas continuaron su escalada.** Las presiones a la baja sobre los precios del crudo estuvieron relacionadas con la perspectiva de moderación de la demanda de petróleo asociada al empeoramiento de las perspectivas económicas globales y al aumento de la producción mundial de esta materia prima, que en julio alcanzó el nivel más alto observado desde enero de 2020. Hasta ahora, la oferta de petróleo ruso ha demostrado más capacidad de resistencia de lo esperado, pero ello se debe, en gran parte, a que Rusia ha desviado sus exportaciones de petróleo a la India, Turquía y China. Aunque los precios del crudo han disminuido recientemente, los del gas han seguido subiendo, sobre todo como consecuencia de los recortes de suministro ruso. Cabe señalar que el 80 % de la reducción del suministro de gas a Alemania a través del gasoducto Nord Stream 1 en julio y el anuncio más reciente de que se volvería a interrumpir de manera indefinida han acrecentado el temor a un corte total del suministro de gas ruso a Europa Occidental. El precio de los metales

industriales descendió en un contexto de preocupación por la demanda de China y, más en general, de deterioro de las perspectivas económicas mundiales. Los precios de los alimentos también bajaron, debido fundamentalmente a los acuerdos trilaterales alcanzados por Turquía y las Naciones Unidas con Rusia y Ucrania para establecer un corredor seguro para el transporte de cereales desde Ucrania.

**La evolución de las condiciones financieras mundiales ha sido heterogénea desde las proyecciones anteriores.** Inicialmente, las condiciones se endurecieron. La elevada y creciente inflación llevó a una normalización de la política monetaria más rápida de lo esperado previamente, a un incremento de los rendimientos de los valores de renta fija y a una corrección de los activos de riesgo. Con todo, como las perspectivas de crecimiento han empeorado, una parte significativa de este endurecimiento se ha revertido recientemente, en particular en las economías emergentes, y, en menor medida, en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. Esta relajación contrarresta parte del impacto de las medidas adoptadas por los bancos centrales, si bien, en general, estos señalaron que todavía queda mucho por hacer para frenar la inflación, que se sitúa en máximos históricos. Habida cuenta de que la política monetaria depende de los datos, las condiciones financieras siguen siendo sensibles a la evolución de la macroeconomía y de la inflación.

**En Estados Unidos, el PIB real volvió a desacelerarse en el segundo trimestre de 2022, ya que el gasto de los hogares y la inversión disminuyeron.** El incremento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y las fuertes presiones de costes provocaron una caída de la inversión residencial, al tiempo que el número de viviendas iniciadas sigue descendiendo. El consumo privado se contrajo en un entorno de deterioro de la confianza de los consumidores y de caída de la renta real disponible como consecuencia de la alta inflación. De cara al futuro se prevé que el crecimiento del PIB real retorne a terreno positivo en el tercer trimestre, aunque se espera que, en conjunto, siga siendo moderado. En julio, la inflación general se redujo más de lo esperado, después de acelerarse en junio. La inflación general interanual medida por los precios de consumo disminuyó hasta situarse en el 8,5 % en julio, debido a la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantuvo invariable en el 5,9 %.

**La economía china registró un repunte en junio de 2022, pero la recuperación se estancó en julio.** La actividad económica se contrajo de forma acusada en el segundo trimestre de 2022, como consecuencia de las estrictas medidas de contención impuestas en el marco de la estrategia china de COVID cero aplicada en respuesta a los brotes registrados en provincias importantes. Se prevé que la economía vuelva a crecer en la segunda mitad de este año, bajo el supuesto de un mayor respaldo de las políticas y de una incidencia limitada de los brotes de COVID-19. En consecuencia, en comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado considerablemente a la baja para este año y algo menos para el resto del horizonte de proyección. No obstante, las presiones sobre los precios de consumo siguen siendo moderadas en ese país.

**En Japón, la recuperación de la actividad se reanudó, respaldada por la reapertura de la economía.** Después de registrar una contracción en el primer trimestre de 2022, la recuperación económica se reactivó en el segundo trimestre,

impulsada por el repunte de la demanda interna tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Se espera que la economía continúe en una senda de recuperación moderada y que la inflación interanual medida por el IPC se mantenga por encima del objetivo del 2 % del banco central japonés este año y caiga por debajo de este nivel posteriormente.

**En el Reino Unido se prevé que el dinamismo del crecimiento siga debilitándose, ya que la disminución de la renta disponible de los hogares afecta al gasto en consumo.** El crecimiento del PIB real se ralentizó en el segundo trimestre de 2022 y se espera que continúe reduciéndose en los próximos trimestres. Dado el fuerte aumento de la inflación y la previsión de que siga incrementándose, se espera que la actividad económica comience a contraerse en torno al cambio de año. En el mercado de trabajo siguen observándose tensiones, mientras que las presiones salariales generalizadas están agravando la inflación interna, persistentemente elevada. También se prevé que los altos precios de las materias primas sigan impulsando al alza la inflación medida por los precios de consumo durante los meses restantes de este año.

**En Rusia, datos recientes señalan el inicio de una recesión que probablemente sea menos severa de lo esperado anteriormente.** En el segundo trimestre de 2022, el crecimiento del PIB real se redujo un 5,8 % con respecto al trimestre precedente, lo que apunta a que la recesión pronosticada para este año probablemente sea menos profunda de lo anticipado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022. Con todo, la actividad económica experimentaría una desaceleración significativa, ya que tanto la demanda interna como el comercio internacional se están viendo cada vez más afectados por unas sanciones internacionales sin precedentes. Estas sanciones han provocado subidas de los precios de importación y distorsiones de oferta, factores que están ejerciendo presiones al alza sobre la inflación. Sin embargo, parte de estas presiones se han visto contrarrestadas recientemente por la mayor fortaleza del rublo y por el debilitamiento de la demanda de consumo.

## 2 Actividad económica

*La economía de la zona del euro creció un 0,8 % en el segundo trimestre de 2022. Esta evolución se debió principalmente al dinamismo del sector servicios, ya que la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia impulsó el gasto en consumo de servicios intensivos en contacto. Se produjo un aumento de la actividad turística y de los viajes, que favoreció en particular a los países con un gran sector turístico. En cambio, las manufacturas acusaron los elevados costes de la energía, los recortes del suministro de gas y la persistencia, aunque en menor medida, de cuellos de botella en la oferta. De cara al futuro, la guerra en Ucrania sigue produciendo consecuencias económicas que empeoran las perspectivas de la economía de la zona del euro. Se espera que la actividad económica se ralentice considerablemente en el tercer trimestre. Aunque el dinamismo del sector turístico todavía respaldaba el crecimiento económico de la zona del euro en los meses de verano, el impulso generado por la reapertura de la economía está desapareciendo. Además, todos los sectores económicos se están viendo afectados de forma adversa por la alta inflación y la persistente incertidumbre, relacionada sobre todo con las disrupciones en el suministro de gas y las repercusiones geopolíticas más generales de una guerra prolongada. Se espera que estos mismos factores continúen lastrando la actividad de la zona del euro en el invierno de 2022-2023. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que las medidas fiscales para amortiguar el impacto del aumento de los precios de la energía, la capacidad de resistencia que muestran, en general, los mercados de trabajo y el ahorro acumulado deberían contribuir a sostener la actividad económica. Más allá del corto plazo, a medida que se reequilibren los mercados de la energía, disminuya la incertidumbre, se resuelvan los cuellos de botella en la oferta y mejoren las rentas reales, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se recupere gradualmente.*

*Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,1 % en 2022, del 0,9 % en 2023 y del 1,9 % en 2024. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, esta estimación se ha revisado al alza para 2022 y a la baja para 2023 y 2024.*

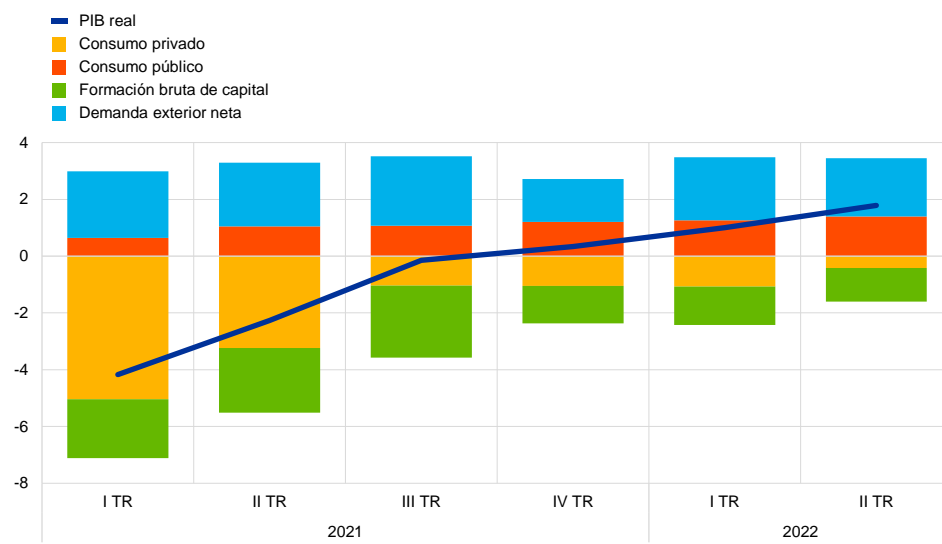
**La actividad económica de la zona del euro se vio favorecida por la reapertura de la economía en el segundo trimestre de 2022.** El PIB real creció un 0,8 % en tasa intertrimestral, impulsado por una contribución positiva de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta tuvo un efecto ligeramente negativo. El consumo privado y la inversión aumentaron sustancialmente en el segundo trimestre, mientras que el consumo público registró un avance más modesto (gráfico 4). El crecimiento inesperadamente vigoroso del segundo trimestre se debió, en su mayor parte, a la intensa actividad del sector servicios tras la retirada de la mayoría de las restricciones relacionadas con la pandemia. Los datos nacionales disponibles y los indicadores coyunturales apuntan a un desplazamiento del consumo privado desde los bienes hasta los servicios, en especial aquellos más

intensivos en contacto. El gasto en consumo de servicios relacionados con el turismo y la hostelería ya fue muy elevado en la primavera, lo que favoreció en particular a países con un gran sector turístico, como España, Italia y Francia.

#### Gráfico 4

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

(tasas de variación desde el cuarto trimestre de 2019; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

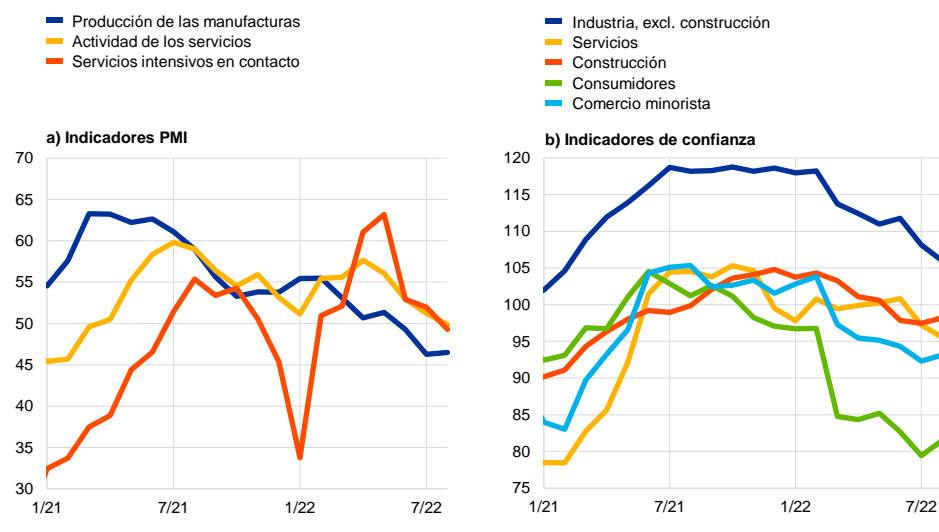
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

**De cara al futuro, se observan claros indicios de una desaceleración sostenida de la actividad económica en un contexto de alta inflación y de persistencia de la incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania y la evolución de los mercados energéticos.** Los últimos datos procedentes de encuestas apuntan a un menor dinamismo del crecimiento en todos los sectores de la economía en el tercer trimestre de 2022. El índice de directores de compras (PMI) compuesto descendió en agosto hasta situarse en su mínimo de los últimos 18 meses y se mantuvo en terreno contractivo por segundo mes consecutivo. Este nuevo descenso sigue estando causado por las manufacturas, que se están viendo afectadas por los altos costes de la energía, la persistencia —aunque en menor medida— de cuellos de botella en la oferta y la disminución de la demanda (panel a del gráfico 5). El PMI de los servicios cayó en agosto hasta un nivel indicativo de un estancamiento de la actividad. Esto sugiere que los efectos positivos de la recuperación del gasto en consumo de servicios tras el final de la pandemia se están debilitando, por el freno de las presiones del coste de la vida, pese a que el impacto de la actividad turística aún fue favorable en los meses estivales. Además, los cuellos de botella relacionados con la escasez de mano de obra se han intensificado considerablemente en el sector servicios. Los indicadores de confianza más recientes también apuntan a una desaceleración del crecimiento en todos los sectores en el tercer trimestre. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea volvió a caer en agosto, principalmente debido a un deterioro significativo de la confianza en la industria y, en menor medida, en los servicios (panel b del gráfico 5). La confianza de los consumidores

mejoró ligeramente en agosto con respecto al mínimo histórico observado en julio. Con todo, permanece por debajo del mínimo anterior registrado al principio de la crisis del coronavirus (COVID-19). Esta evolución más reciente refleja la actual preocupación de los hogares por los altos precios de la energía y de los alimentos en un contexto de elevada incertidumbre en torno al impacto de la guerra en Ucrania.

**Gráfico 5**  
Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

(panel a: saldos netos; panel b: saldos netos, febrero de 2020 = 100)



Fuentes: S&P Global (panel a), Comisión Europea y cálculos del BCE (panel b).  
Notas: «Servicios intensivos en contacto» se refiere a actividades de alojamiento y restauración. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

**Al mismo tiempo, el mercado de trabajo ha mantenido su solidez y ha respaldado la actividad económica.**

El empleo total creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2022, tras registrar un avance del 0,7 % en el primer trimestre. Esto implica que el número de personas ocupadas aumentó en 2,7 millones de efectivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2022. El empleo total se encuentra ahora en línea con el nivel que estaría implícito en su relación histórica con el PIB real. Las horas trabajadas aumentaron un 0,6 % en el segundo trimestre de 2022 y en estos momentos se sitúan un 0,6 % por encima del nivel prepandémico del cuarto trimestre de 2019. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en julio de 2022, ligeramente (0,1 puntos porcentuales) por debajo de la de junio y unos 0,8 puntos porcentuales por debajo de la observada antes de la pandemia en febrero de 2020 (gráfico 6). El recurso a los programas de mantenimiento del empleo también continuó disminuyendo y se estima que alrededor del 0,9 % de la población activa estaba acogido a estos programas en el segundo trimestre de 2022, frente a un 1,4 % en el primer trimestre. Esto contrasta con un porcentaje superior al 15 % en el segundo trimestre de 2020. El mercado de trabajo de la zona del euro ha mejorado sustancialmente desde el comienzo de la pandemia. Cabe destacar que en el primer trimestre de 2022 había una vacante de empleo por cada tres trabajadores en paro, y que en julio más del 33 % de las empresas de la zona del euro indicó que la escasez de mano de obra estaba

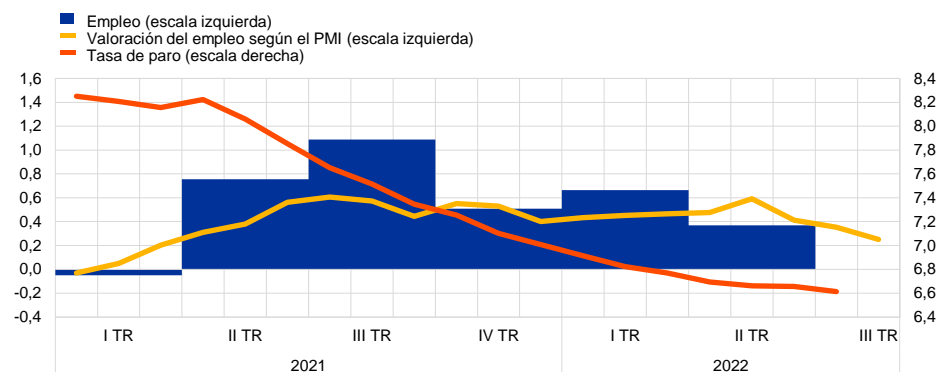


limitando su producción. Esta evolución tuvo un carácter generalizado en los distintos sectores.

### Gráfico 6

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

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



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

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

**Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo apuntan a un crecimiento sostenido del empleo, pese a que se observan ciertas señales de debilitamiento.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 52,5 en agosto, lo que supone un descenso de un punto con respecto a julio, pero aún se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo, aunque en menor medida, en la industria y los servicios, y que disminuirá en la construcción.

**Después de repuntar en el segundo trimestre, el consumo privado afronta importantes factores adversos derivados de la alta inflación y la elevada incertidumbre.** El consumo privado creció un 1,3 % en el segundo trimestre, gracias a la reapertura de los sectores intensivos en contacto. Sin embargo, el consumo de bienes mantuvo su debilidad, ya que siguió sufriendo los efectos de la alta inflación y las restricciones de oferta. En el segundo trimestre de 2022, las ventas minoristas cayeron un 0,8 %, tras registrar un descenso del 0,6 % en el primer trimestre del año, y las matriculaciones de automóviles se mantuvieron sustancialmente por debajo (31,4 %) del nivel previo a la pandemia. Es probable que la debilidad del consumo de bienes persista en el tercer trimestre, dado que, en julio, las ventas minoristas se situaron un 0,2 % por debajo de su media mensual del segundo trimestre. La confianza de los consumidores ha vuelto a caer en el tercer trimestre, debido a la preocupación de los hogares por la situación económica. A diferencia de los bienes, el gasto en servicios fue elevado en el segundo trimestre en el contexto de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia y de la reapertura de los sectores intensivos en contacto, como el turismo. Con todo, parece que los efectos positivos de la reapertura sobre el crecimiento del consumo privado se están debilitando. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión

Europea indican que se espera que la demanda de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes crezca a un ritmo más lento en el tercer trimestre.

**El ahorro de los hogares está contribuyendo a amortiguar parcialmente el impacto de una inflación muy elevada.** En el primer trimestre de 2022, el ahorro acumulado por encima de los niveles previos a la pandemia ascendía a unos 850 mm de euros. Este ahorro debería ayudar a suavizar el consumo hasta cierto punto ante una caída de la renta real. Con todo, los hogares con rentas más bajas han acumulado un volumen de ahorro relativamente pequeño y puede que tengan que reducir su ahorro actual o desahorrar. Estos hogares están muy expuestos a la perturbación de los precios de la energía y de los alimentos, pese a las medidas fiscales de apoyo a las rentas. En cambio, los hogares con rentas medias y altas podrían destinar el ahorro acumulado al consumo. Sin embargo, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por siglas en inglés) del BCE del mes de julio sugiere que los hogares perciben ahora una necesidad mucho mayor de mantener un colchón de ahorro por motivos de precaución. Además, se prevé que la elevada inflación cause una erosión más rápida del volumen de ahorro acumulado en términos reales.

**Se espera que la inversión empresarial se ralentice, tras un crecimiento vigoroso en el segundo trimestre de 2022 impulsado por el componente de material de transporte.** La inversión, excluida la construcción, registró un avance intertrimestral del 1,8 % en el segundo trimestre, ya que la producción de vehículos de motor se recuperó en un contexto de reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta. Dicha inversión aumentó en el segundo trimestre en todas las grandes economías de la zona del euro excepto en España. Aunque recientemente se ha observado una leve disminución, los productores de bienes de equipo de la zona del euro aún tienen un gran volumen de pedidos pendientes, como señalan los indicadores de carteras de pedidos y de pedidos pendientes de realización de la Comisión Europea, que permanecieron muy por encima de sus medias hasta agosto. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea sugieren que la falta de material y/o de equipos sigue siendo el factor que más limita la producción, pese a cierta mejora reciente, mientras que la demanda no se considera una limitación. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con la guerra de Ucrania, la subida de los precios de la energía, el aumento del coste de financiación y el riesgo de un racionamiento del gas implican una desaceleración sustancial en el tercer trimestre de 2022. En julio, el PMI de manufacturas y el indicador PMI de nuevos pedidos (es decir, el flujo de nuevos pedidos) de bienes de equipo siguieron descendiendo y se mantuvieron firmemente en terreno contractivo. Aunque las condiciones de financiación continúan siendo favorables, el coste de financiación de las empresas ha aumentado de forma sustancial desde el inicio de la guerra de Ucrania. Se espera que la inversión empresarial recupere un crecimiento dinámico en el transcurso de 2023, respaldada, en parte, por los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU).

**La inversión en vivienda disminuyó ligeramente en el segundo trimestre de 2022 y es probable que siga siendo débil a corto plazo.** La inversión residencial se redujo un 0,4 % en el segundo trimestre del año en relación con el primer

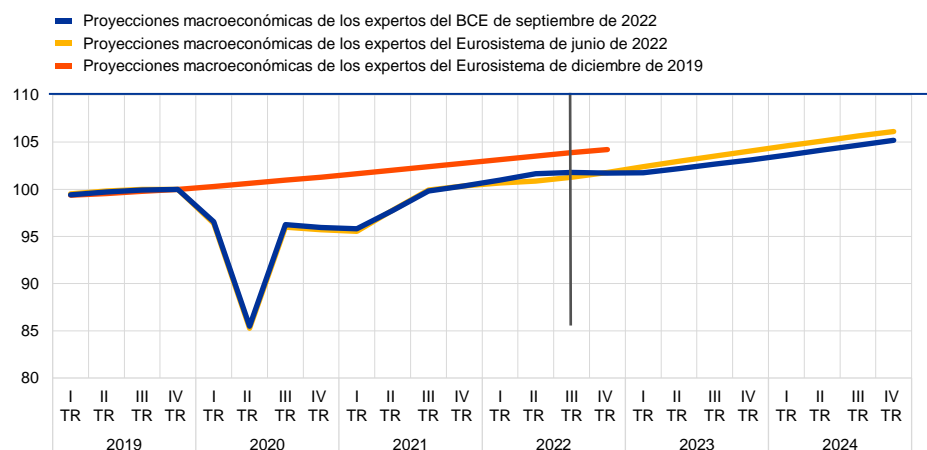
trimestre, en el que experimentó un crecimiento del 2,8 % en tasa intertrimestral. En julio y en agosto, el indicador de la Comisión Europea sobre la actividad reciente de la construcción siguió descendiendo, en promedio, con respecto al segundo trimestre, mientras que el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Parece que las carteras de pedidos de las empresas aún están bastante llenas, como indica la encuesta de opinión de la Comisión Europea para el período hasta agosto, lo que debería sostener la actividad de la construcción en los próximos meses. Con todo, la escasez de oferta sigue afectando de forma considerable a las empresas, ya que la percepción de que la producción se ve limitada por la falta de mano de obra aumentó hasta alcanzar un nuevo máximo histórico en agosto, mientras que los cuellos de botella en el suministro de equipos y de materiales solo disminuyeron ligeramente. Además, las intenciones de renovación y de adquisición o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares volvieron a caer en el tercer trimestre, lo que apunta a una demanda más débil. Esto también se refleja en el nuevo incremento del porcentaje de empresas que declararon que la demanda insuficiente era un factor limitador de la producción, así como en la continua disminución de los nuevos pedidos, según indica el PMI de actividad de la construcción. El debilitamiento de la demanda se está produciendo en un contexto de mayor incertidumbre, aumento significativo de los costes de la construcción, caída de la renta real y condiciones de financiación más restrictivas (recuadro 4), factores, todos ellos, que deberían lastrar cada vez más la inversión residencial en adelante.

**El comercio de la zona del euro perdió algo de impulso, dado que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se ralentizaron, mientras que las perspectivas apuntan a una falta de dinamismo de los intercambios comerciales por la mayor debilidad de la demanda de exportaciones de manufacturas y de servicios.** En junio, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro disminuyeron tras haber crecido con fuerza en mayo, mientras que el avance de las importaciones de fuera de la zona se ralentizó en ambos meses. El déficit comercial de bienes de la zona del euro se estabilizó, al tiempo que la balanza por cuenta corriente desestacionalizada volvió a una situación de superávit, respaldada por el aumento del saldo de la balanza de servicios. El buen comportamiento de las exportaciones en mayo y la desaceleración observada en junio se debieron, sobre todo, a la evolución de las exportaciones de productos químicos a Estados Unidos, que probablemente obedeció a una reposición temporal de las existencias por parte de los importadores estadounidenses. Los indicadores coyunturales de transporte de mercancías y de opinión sugieren que los cuellos de botella en la oferta, aunque se mantienen en niveles elevados, pueden estar disminuyendo. Con todo, las perspectivas a corto plazo apuntan a un deterioro adicional del comercio de la zona del euro por la caída simultánea de la demanda de exportaciones de manufacturas y de servicios, como señaló el PMI de nuevos pedidos exteriores, que en julio y agosto se situó en terreno contractivo en ambos sectores. El impulso de la recuperación del comercio de servicios se moderó pese a verse respaldado todavía por la fortaleza de la temporada turística, ya que la escasez de mano de obra y la disminución de la renta real pasaron a ser una limitación más vinculante para la actividad.

**Más allá del corto plazo, el crecimiento de la zona del euro se recuperará gradualmente después de que los factores adversos que lastrarán la actividad durante el invierno de 2022-23 se disipen.** La incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo elevada. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,1 % en 2022, del 0,9 % en 2023 y del 1,9 % en 2024 (gráfico 7). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, las perspectivas de crecimiento se han revisado al alza para 2022, y a la baja para 2023 y 2024. En términos trimestrales, se prevé que el crecimiento interanual del PIB real sea del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2022, del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2023 y del 2 % en el cuarto trimestre de 2024. Esto muestra que la tasa media de crecimiento del PIB real prevista para 2022 está muy influida por efectos de arrastre positivos del dinamismo de la primera mitad del año, mientras que en la proyectada para 2023 tiene un gran peso la desaceleración esperada para la segunda mitad de 2022.

**Gráfico 7**  
**PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)**

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2022», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2022.  
 Nota: La línea vertical indica el inicio del horizonte de proyección de septiembre de 2022.

### 3 Precios y costes

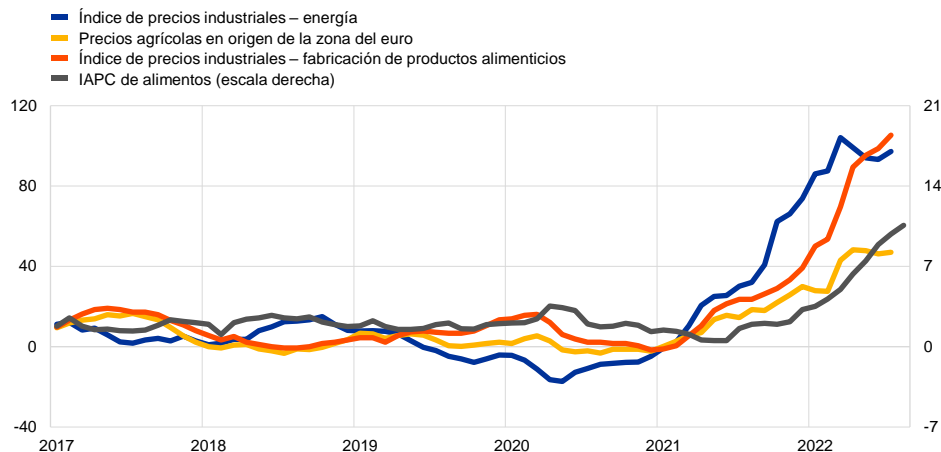
*La inflación siguió aumentando y en agosto se situó en el 9,1 %, y la tasa de variación de los precios energéticos volvió a ser el componente que más contribuyó a la inflación general. La fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, los cuellos de botella en la oferta y las presiones de demanda en algunos sectores debido a la reapertura de la economía continúan impulsando la inflación. Las presiones sobre los precios han seguido intensificándose y extendiéndose al conjunto de la economía, y la inflación podría continuar incrementándose en el corto plazo. A medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios, la inflación descenderá. De cara al futuro, los expertos del BCE han revisado significativamente al alza sus previsiones de inflación en las proyecciones de septiembre de 2022 y ahora esperan que se sitúe, en promedio, en el 8,1 % en 2022, el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, sea del 3,9 % en 2022, el 3,4 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.*

**Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a agosto, la inflación medida por el IAPC siguió aumentando y se situó en el 9,1 % en agosto, frente al 8,9 % observado en julio.** El ascenso de agosto obedeció principalmente a las alzas que volvieron a registrarse en el componente de alimentos del IAPC y en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se desaceleró, pero se mantuvo excepcionalmente alta en el 38,3 %. Este componente de la cesta continuó representando casi la mitad de la inflación general. La inflación de la energía siguió siendo elevada como consecuencia de los altos precios del petróleo, el gas y la electricidad, así como de los niveles anormalmente elevados de los márgenes de refino del diésel y de los márgenes de distribución de los combustibles para transporte privado. Los indicadores de mercado sugieren que, a corto plazo, los precios del petróleo se moderarán, mientras que los precios mayoristas del gas continuarán siendo extraordinariamente altos. El ritmo de avance de los precios de los alimentos se aceleró sustancialmente, desde el 9,8 % observado en julio hasta el 10,6 % en agosto, y refleja el elevado nivel de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen de la zona del euro. Las presiones sobre los precios de los alimentos se deben cada vez más al encarecimiento de los costes de los bienes intermedios relacionados con la energía y los fertilizantes —como también se observa en la dinámica de los precios de producción (gráfico 8)—, así como a las disrupciones en el comercio de materias primas alimenticias y a unas condiciones meteorológicas adversas.

## Gráfico 8

### Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 para el componente de alimentos del IAPC (estimación de avance) y a julio de 2022 para los demás elementos.

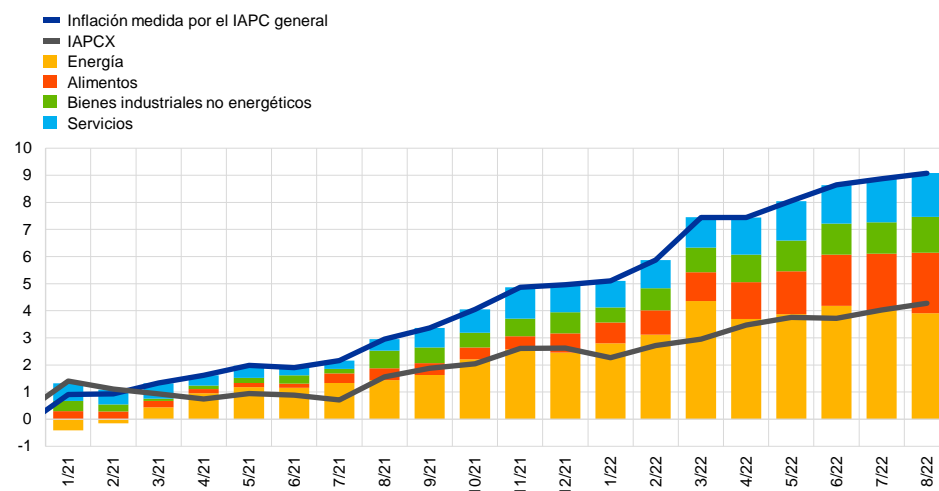
**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), siguió avanzando en agosto hasta situarse en el 4,3 %, como consecuencia de la aceleración de las tasas de variación de los precios tanto de los bienes industriales no energéticos como de los servicios (gráfico 9).** También en este caso, el aumento de los costes de los insumos derivado de la fuerte subida de los precios de la energía continuó siendo un factor destacado. La inflación de los bienes industriales no energéticos alcanzó un nuevo máximo, todavía reflejo, en parte, de las perturbaciones de oferta a escala mundial. La inflación de los servicios también se incrementó, ya que el efecto de los precios energéticos sobre componentes como el transporte se vio agravado por el impacto de la acusada subida de los precios de los alimentos sobre componentes como los servicios de restauración y de la reapertura de la economía sobre componentes como el alojamiento. Estos efectos han compensado con creces el impacto transitorio a la baja de medidas adoptadas por los Gobiernos, como el abono de transporte público a 9 euros en Alemania (que expiró en agosto).



## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 (estimación de avance).

### Los indicadores de la inflación subyacente se mantienen a niveles elevados (gráfico 10).

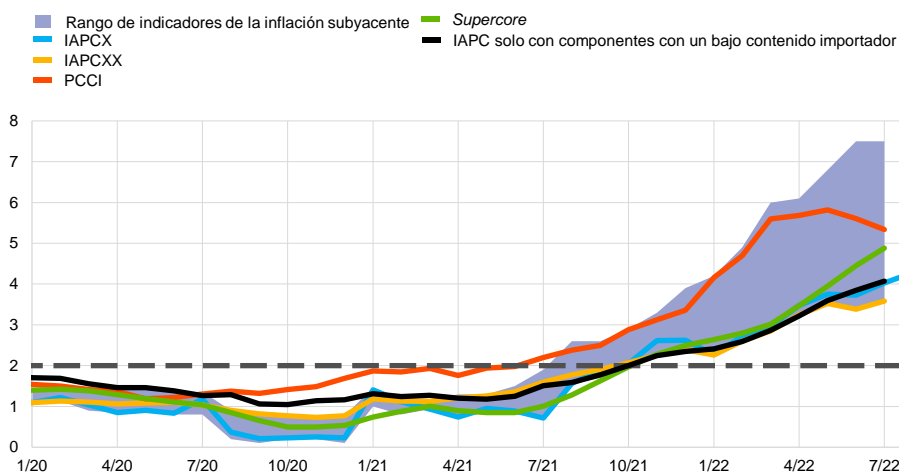
Ello se explica por la propagación de las presiones sobre los precios cada vez a más sectores y más componentes del IAPC, debido, en parte, al impacto de los elevados costes de la energía en toda la economía. Dentro de la amplia gama de indicadores, la mayoría de los que están basados en la exclusión de componentes continuaron aumentando. La inflación medida por el IAPCX creció hasta situarse en el 4,3 % en agosto de 2022, desde el 4 % registrado el mes anterior. Otros indicadores solo están disponibles hasta julio. La inflación medida por el IAPCXX (que, además de la energía y los alimentos, también excluye los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) avanzó hasta el 3,6 % en julio, tras retroceder en junio. En julio, el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 4,9 %, frente al 4,5 % observado el mes precedente, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos volvió a disminuir, hasta el 5,3 %. Las tasas de variación intermensual del PCCI se han mantenido, en general, estables. Con todo, su persistencia en niveles elevados continúa indicando una intensa dinámica alcista de la inflación subyacente hasta el mes de julio. El indicador de la inflación interna, que representa la evolución de los precios de los componentes del IAPC con un menor contenido importador, registró un incremento adicional y superó el 4 % en julio<sup>2</sup>. Es probable que el abono de transporte público a 9 euros de manera temporal en Alemania tuviera un impacto a la baja sobre indicadores de inflación subyacente como el IAPCX entre junio y agosto, que cabe esperar que se revierta en septiembre. Al mismo tiempo, se mantiene la incertidumbre sobre en qué medida estos distintos indicadores permanecerán en cotas elevadas. Una gran parte del impulso al alza de la dinámica de la inflación subyacente puede atribuirse a los

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía y los alimentos, así como de la evolución excepcional del equilibrio entre oferta y demanda relacionada con la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.

### Gráfico 10 Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

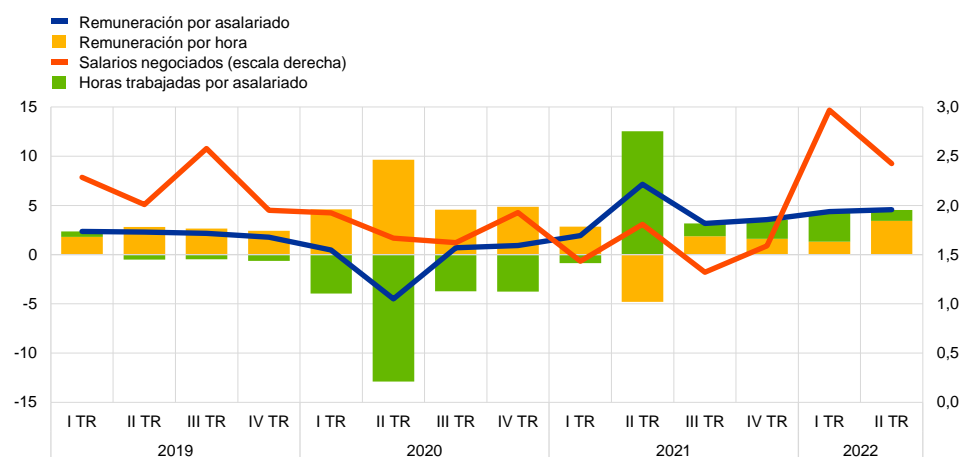
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 % y la mediana ponderada. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 (estimación de avance) para el IAPCX y a julio de 2022 para los demás indicadores.

### Los últimos datos sobre salarios negociados siguen indicando una dinámica salarial relativamente moderada (gráfico 11).

El crecimiento de los salarios negociados se redujo hasta situarse en el 2,4 % en el segundo trimestre de 2022, frente al 3 % del trimestre anterior. Sin embargo, este movimiento a la baja no refleja del todo la dinámica subyacente, ya que los convenios colectivos también incluyen pagos extraordinarios que pueden generar una volatilidad sustancial en las tasas de crecimiento interanual. El menor crecimiento de los salarios negociados en el segundo trimestre obedeció fundamentalmente a la evolución en Alemania y a los efectos de base derivados de los grandes pagos extraordinarios efectuados en junio de 2021. La información más reciente sobre los convenios colectivos que se han suscrito desde que comenzó 2022 apunta a un dinamismo algo mayor de los salarios, aunque las subidas salariales siguen siendo contenidas en comparación con las tasas de inflación actuales. El crecimiento de los salarios reales medido por la remuneración por asalariado continuó acelerándose en el segundo trimestre de 2022 hasta situarse en el 4,6 %, desde el 4,4 % del trimestre anterior. Esta evolución se debió a un fuerte incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora, que fue del 3,4 % en el segundo trimestre de 2022 frente al 1,3 % del primer trimestre (como consecuencia de efectos de base). El aumento de las horas medias trabajadas continuó sosteniendo el avance de la remuneración por asalariado. Las distorsiones en estos indicadores asociadas a la pandemia están disminuyendo, dado que los efectos de las medidas públicas relacionadas con programas de mantenimiento del empleo han seguido reduciéndose.

**Gráfico 11****Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan siendo intensas, y es probable que la transmisión de los costes a los precios se haya acelerado (gráfico 12).**

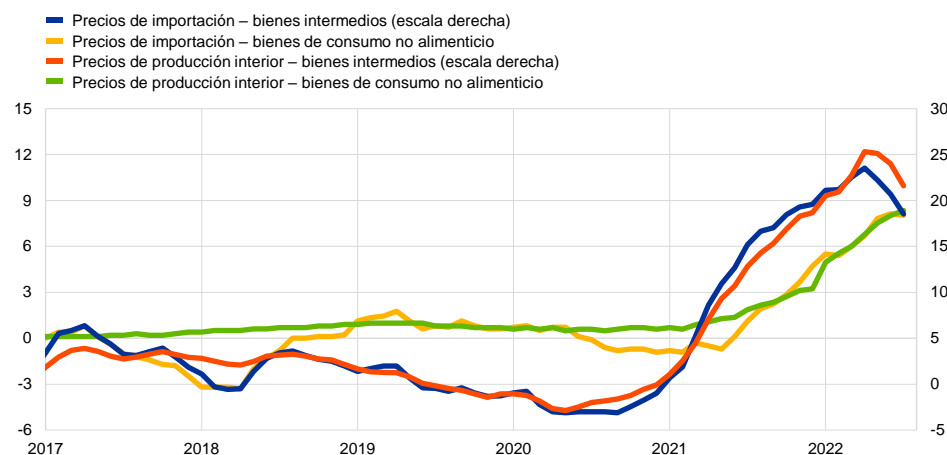
Los datos de julio sugieren que, aunque las presiones disminuyeron en las primeras fases del proceso de formación de precios de los bienes industriales no energéticos, en las fases posteriores siguieron aumentando. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo por segunda vez consecutiva desde mediados de 2020 y se situó en el 18,5 % en julio, frente al 20,7 % de junio. La tasa de avance interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores descendió de nuevo en julio de 2022, hasta el 21,6 %, desde el 23,8 % del mes precedente. Las tasas de variación de los precios de importación y de producción interior de bienes de consumo no alimenticio transmitieron señales algo ambivalentes: la de los precios de importación bajó ligeramente hasta el 8 % en julio, mientras que la de los precios de producción subió hasta el 8,3 %, un nivel que sigue siendo excepcionalmente alto si se compara con la tasa media anual del 0,5 % correspondiente al período 2001-2019. Los precios de las importaciones continuaron siendo muy elevados, debido, en parte, a la acumulación de presiones inflacionistas como consecuencia de la depreciación del euro. Un análisis actualizado de la traslación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio sugiere que ahora es más rápida que en el pasado y que la inflación de los bienes industriales no energéticos puede experimentar nuevas presiones al alza este año<sup>3</sup>. Esto concuerda con los datos sobre las expectativas de precios de venta de los bienes de consumo, que siguen siendo elevadas pese a haberse moderado algo en los cuatro últimos meses.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro» *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

## Gráfico 12

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

### La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo continuaron aumentando gradualmente y alcanzaron niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, mientras que los indicadores de mercado se redujeron, excepto en los plazos muy cortos, en un contexto de notable volatilidad (gráfico 13). Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente a julio de 2022, las expectativas de inflación a largo plazo (para 2026) siguieron aumentando hasta alcanzar el 2,2 %, mientras que las de Consensus Economics se situaron en el 2,1 % en julio, frente al 1,9 % del trimestre anterior. Al mismo tiempo, en la EPE, la expectativa en términos de mediana y moda permaneció en el 2 %. En la última encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE, las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantuvieron sin variación en el 2 % en julio. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) mostró que las expectativas de inflación a largo plazo (a tres años) de los hogares volvieron a aumentar en julio<sup>4</sup>. Durante el período considerado, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) acabaron reduciéndose, excepto en los plazos muy cortos, en un contexto de afianzamiento de las expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria y de preocupación por una desaceleración del crecimiento económico en el futuro. Los retrocesos de los indicadores de la compensación por inflación ocultan una volatilidad sustancial en el período analizado. Los plazos más cortos, en particular, se mostraron volátiles, con ascensos tras el fuerte encarecimiento de los costes de la electricidad, y posteriores descensos cuando se conocieron las iniciativas de la UE para contener la crisis energética. Según estos indicadores de mercado, ahora

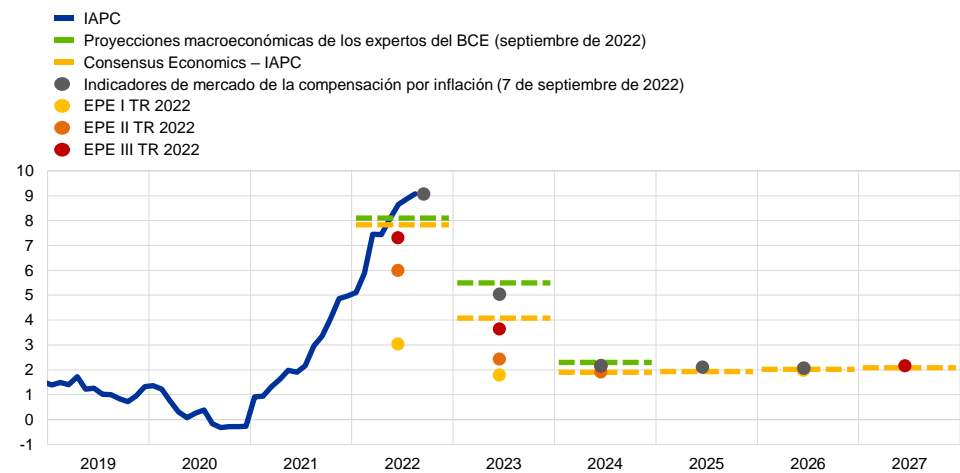
<sup>4</sup> Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – julio de 2022», nota de prensa, 2 de septiembre de 2022.

se espera que la inflación vuelva a situarse en torno al 2 % en el transcurso de 2024 y se mantenga cerca de ese nivel a partir de entonces, con el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años situado en el 2,2 %. Es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. La relativa estabilidad de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, sugiere que la actual volatilidad de los indicadores de mercado a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 7 de septiembre de 2022. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 5 de julio de dicho año. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue julio de 2022 para 2024, 2025, 2026 y 2027, y agosto de 2022 para 2022 y 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 25 de agosto de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a agosto de 2022 (estimación de avance).

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo y posteriormente disminuirá hasta situarse en una tasa media del 5,5 % en 2023 y del 2,3 % en 2024 (gráfico 14).**

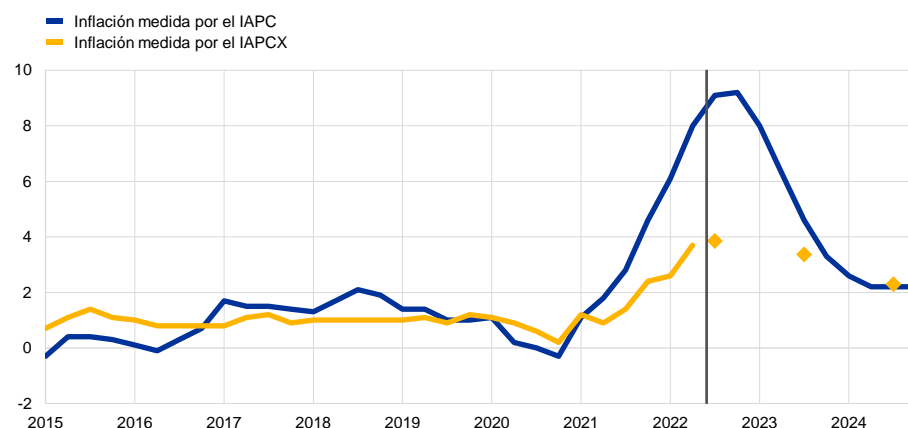
En cuanto a la tasa de crecimiento interanual de los precios en el cuarto trimestre de cada año, se prevé que se sitúe en el 9,2 % en 2022, el 3,3 % en 2023 y el 2,2 % en 2024. La inflación continúa registrando fuertes aumentos como consecuencia de nuevas e importantes perturbaciones de oferta, que están transmitiéndose a los precios de consumo a un ritmo más rápido que en el pasado. Se espera que la inflación general medida por el IAPC se mantenga por encima del 9 % durante el resto de 2022, debido a los precios extremadamente altos de la energía y de las materias primas alimenticias, así como a las presiones al alza relacionadas con la reapertura de la economía, la escasez de oferta y las tensiones

en los mercados de trabajo. El descenso esperado de la inflación desde una media del 8,1 % en 2022 hasta el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024 refleja principalmente una acusada caída de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos debido a efectos de base negativos y al supuesto de disminución de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los futuros. Se considera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles altos sin precedentes hasta mediados de 2023; no obstante, también se espera que posteriormente descienda a medida que se atenúen los efectos de la reapertura de la economía y que se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos. Se prevé que la inflación general se mantendrá por encima del objetivo del BCE del 2 % en 2024, como consecuencia de los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, de la reciente depreciación del euro, de la solidez de los mercados de trabajo y de algunos efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (en 1,3 puntos porcentuales) y 2023 (2 puntos porcentuales), y ligeramente al alza para 2024 (0,2 puntos porcentuales). Esto obedece a datos recientes distintos de lo esperado, a fuertes aumentos en los supuestos de precios mayoristas del gas y de la electricidad, a un crecimiento más vigoroso de los salarios y a la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. Estos efectos compensan con creces el impacto a la baja resultante del reciente descenso de los precios de las materias primas alimenticias, de la menor severidad de los cuellos de botella en la oferta con respecto a lo contemplado anteriormente y del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento.

### Gráfico 14

#### Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPCX de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2022).  
 Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022 (datos) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas fue el 25 de agosto de 2022. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y la inflación medida por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para la inflación medida por el IAPC y anuales para el IAPCX.

## Evolución de los mercados financieros

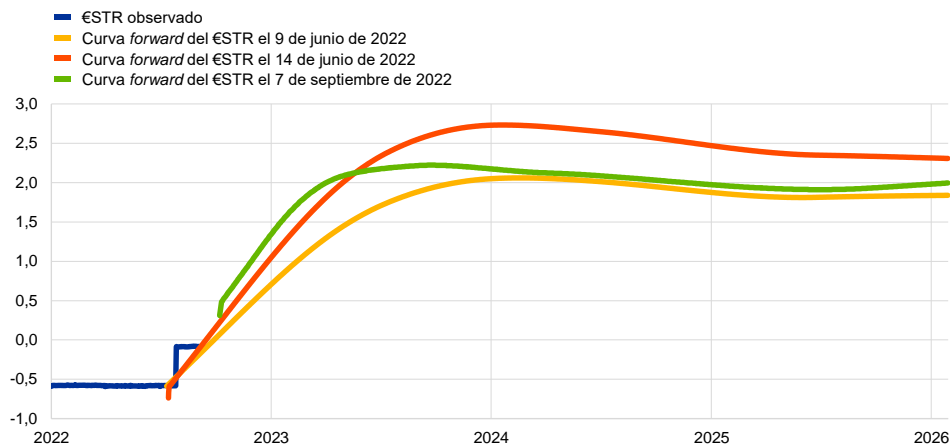
*Durante el período de referencia (del 9 de junio al 7 de septiembre de 2022), los precios de los activos de la zona del euro mostraron volatilidad, ya que los participantes en el mercado sopesaron las implicaciones de las elevadas presiones inflacionistas y del riesgo de una recesión para la senda futura esperada de la política de tipos de interés de los bancos centrales. En última instancia, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro se incrementaron cuando los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo también subieron. Los rendimientos de la deuda soberana aumentaron en paralelo a los tipos de interés libres de riesgo, dado que los diferenciales soberanos apenas variaron, aunque registraron cierta volatilidad en algunos países. La subida de los tipos de interés y el deterioro de las perspectivas de crecimiento afectaron a los activos de riesgo de las empresas, con lo que los diferenciales de los valores de renta fija privada europeos se ampliaron y los precios de las acciones disminuyeron en general. El tipo de cambio efectivo del euro volvió a depreciarse debido a la preocupación por el crecimiento de la zona del euro, y el tipo de cambio EUR/USD se situó ligeramente por debajo de la paridad.*

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se elevaron, ya que los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria.** Durante el período de referencia, el €STR se situó, en promedio, en -34 puntos básicos y el exceso de liquidez se redujo en unos 39 mm de euros, hasta situarse en 4.578 mm de euros. La curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) —basada en el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR)— presentó un comportamiento volátil. En conjunto, como la preocupación por la inflación se fue imponiendo al creciente riesgo de recesión, la curva *forward* del OIS reflejó cada vez más las expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política de tipos de interés del BCE (gráfico 15). Al final del período analizado, dicha curva descontaba subidas acumuladas de unos 150 puntos básicos al final de 2022 y un máximo de alrededor del 2,2 % a finales de 2023.

## Gráfico 15

### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



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

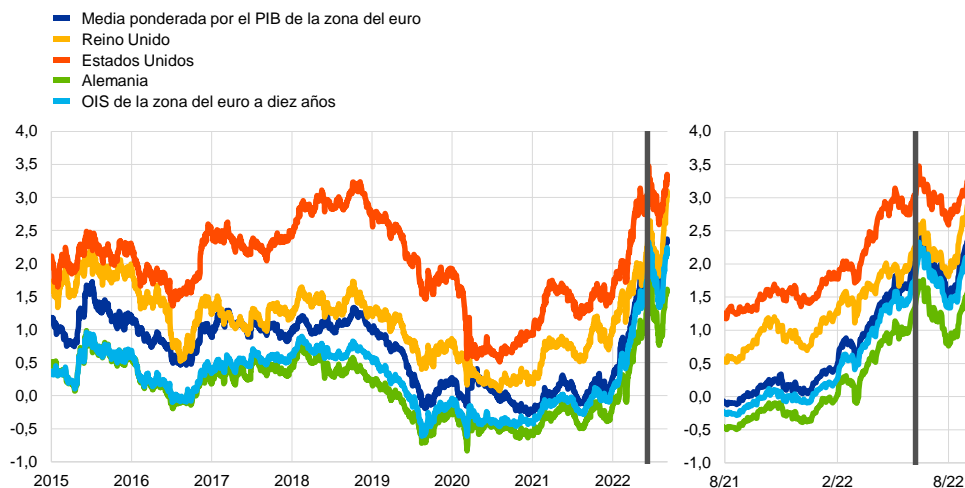
**Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en respuesta a la reevaluación de los mercados de la senda futura esperada de la política monetaria (gráfico 16).** Durante el período analizado, los rendimientos de los bonos a más largo plazo a escala global fluctuaron de forma considerable, ya que los participantes en el mercado revisaron continuamente sus expectativas acerca de la política de los bancos centrales ante cualquier noticia sobre la inflación y las perspectivas de crecimiento. En conjunto, los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona del euro se elevaron ligeramente: el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó hasta situarse en torno al 2,3 %, 16 puntos básicos por encima del nivel observado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de junio. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania registraron un aumento de 22, 71 y 14 puntos básicos y se situaron aproximadamente en el 3,3 %, el 3 % y el 1,6 %, respectivamente.



## Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

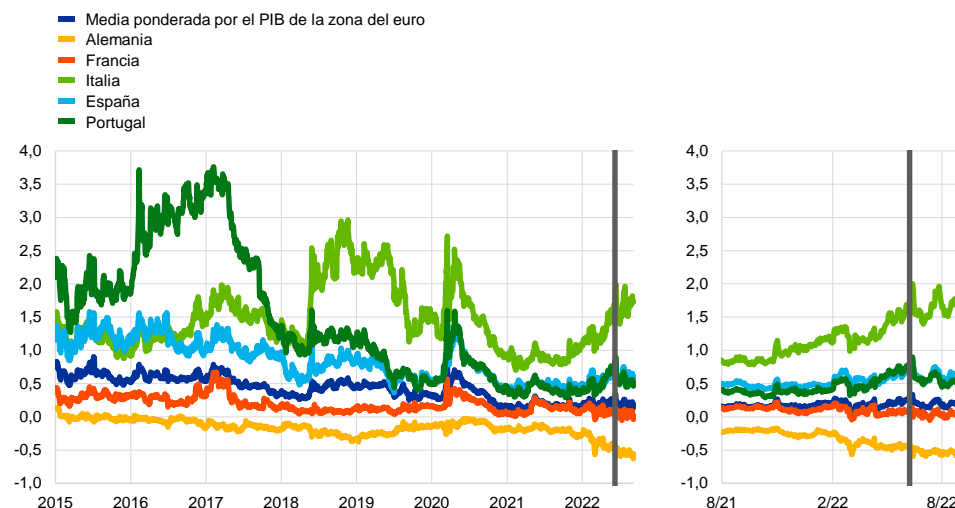
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron prácticamente en línea con los tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17).** Mientras que los tipos de interés libres de riesgo fluctuaron de forma considerable durante el período de referencia, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS se mantuvo relativamente estable, experimentando una reducción de 12 puntos básicos. Al final del período analizado, las variaciones de los diferenciales soberanos de los distintos países mostraban ligeras divergencias. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda soberana italiana y portuguesa a diez años disminuyeron en 10 y 29 puntos básicos, respectivamente, mientras que el diferencial del bono alemán al mismo plazo se redujo otros 14 puntos básicos. Al mismo tiempo, los diferenciales italianos tuvieron un comportamiento volátil ante la escalada de la crisis política interna, aunque los efectos de contagio a otros países fueron limitados.

### Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



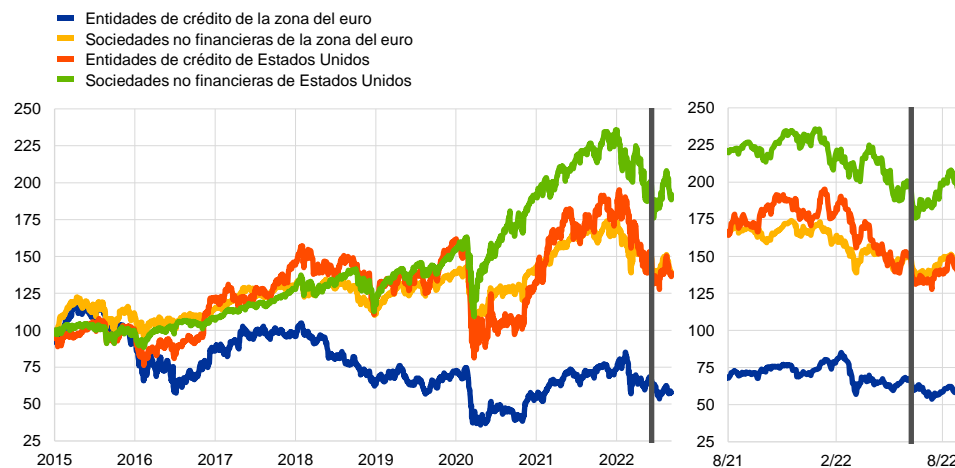
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022.

### Gráfico 18

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022.

**La creciente preocupación por las perspectivas económicas y el endurecimiento de la política monetaria siguieron lastrando los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro, que aumentaron en el período de referencia en general.** Durante el período analizado, la preocupación por una desaceleración del crecimiento económico en el futuro, algunas revisiones a

la baja de las expectativas de beneficios y el endurecimiento esperado de la política monetaria se tradujeron en una ligera ampliación de los diferenciales. En conjunto, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad aumentaron en 18 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión mostraron cierta capacidad de resistencia y al finalizar el período considerado registraban un alza de 2 puntos básicos.

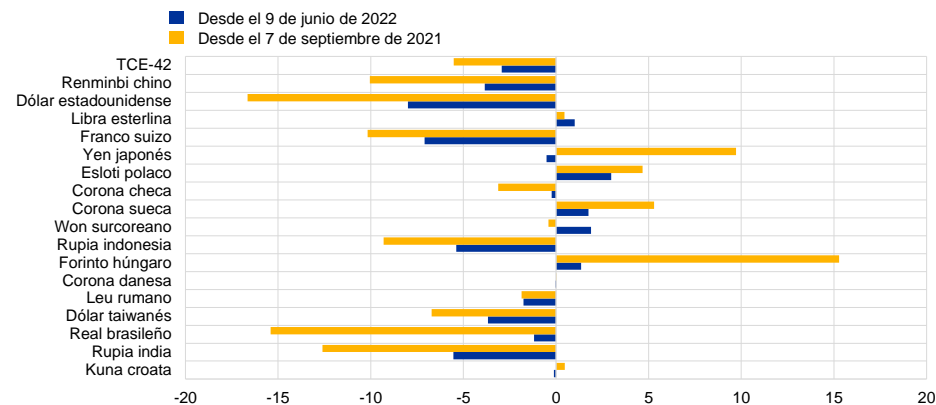
**Los mercados bursátiles europeos cayeron durante el período de referencia, arrastrados por factores similares a los que afectaron a los mercados de renta fija privada (gráfico 18).** Los mercados bursátiles europeos fluctuaron durante el período analizado, dada la sensibilidad de los mercados ante cualquier noticia relativa a las perspectivas de inflación y de crecimiento o a sus implicaciones para las políticas de tipos de interés de los bancos centrales de todo el mundo. En última instancia, los mercados bursátiles de la zona del euro descendieron, en conjunto, durante el período analizado. Concretamente, los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario de la zona del euro registraron una caída del 5,7 % y el 11,3 %, respectivamente. Las cotizaciones se vieron afectadas negativamente por algunas rebajas de las expectativas de beneficios, por las sustanciales revisiones a la baja del crecimiento esperado del PIB real de la zona del euro —que posiblemente aún no se hayan reflejado por completo en las expectativas de beneficios—, y por el nivel más elevado de los tipos de interés a largo plazo. Este descenso de las cotizaciones de las sociedades no financieras y de los bancos se vio amortiguado por la disminución de la prima de riesgo de las acciones (véase sección 5). También en Estados Unidos, el alza de los tipos de interés y el temor a una recesión se plasmaron en una caída del 3,1 % de los precios de las acciones del sector bancario, pero de solo el 0,8 % en el caso de las sociedades no financieras, lo que demuestra la mayor capacidad de resistencia de estas últimas.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose (gráfico 19).** En conjunto, durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 2,9 %. La debilidad generalizada del euro también se reflejó en una depreciación del 8 % frente al dólar estadounidense, con lo que al final del período considerado cotizaba ligeramente por debajo de la paridad, en un contexto de creciente preocupación por las perspectivas de crecimiento de la zona del euro y un endurecimiento más rápido de la política monetaria en Estados Unidos. Asimismo, el euro perdió valor frente al franco suizo y el yen japonés, un 7,1 % y un 0,5 %, respectivamente, pero se apreció un 1 % frente a la libra esterlina. El euro también se debilitó frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, como la rupia india (5,5 %) y el renminbi chino (3,8 %).

## Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 7 de septiembre de 2022.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los tipos de interés de los préstamos bancarios han aumentado y las condiciones de financiación de las entidades de crédito se han endurecido desde finales de mayo, dado que continúa la normalización de la política monetaria. La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas fue elevada en términos nominales, y el crédito concedido a los hogares fue sólido, aunque mostró señales incipientes de moderación. En el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de la financiación mediante acciones para las empresas se redujo considerablemente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se incrementó. El volumen total de financiación externa de las empresas se elevó, reflejo sobre todo del aumento de los préstamos bancarios. El crecimiento del agregado monetario amplio mantuvo una tendencia a la moderación, como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos por parte del Eurosistema en julio y del encarecimiento de la factura energética de los hogares y las empresas de la zona del euro, que reduce la renta disponible.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron en general en los últimos meses, dado que continuó la normalización de la política monetaria.** La acusada tendencia alcista que registró el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro a comienzos de 2022 se interrumpió en julio (panel a del gráfico 20). Desde principios de 2022, el incremento de los tipos de interés libres de riesgo ha generado mayores rentabilidades de los bonos bancarios, que se han situado en niveles superiores a los observados antes del inicio del programa de compras de activos en 2015, pese a la ligera volatilidad registrada desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio (panel b del gráfico 20). Con la reciente subida de los tipos de interés en julio de 2022, el BCE puso fin a los tipos de interés negativos después de ocho años. La mayoría de los bancos han comenzado a aumentar la remuneración de los depósitos de sus clientes, que constituyen una parte sustancial de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro.

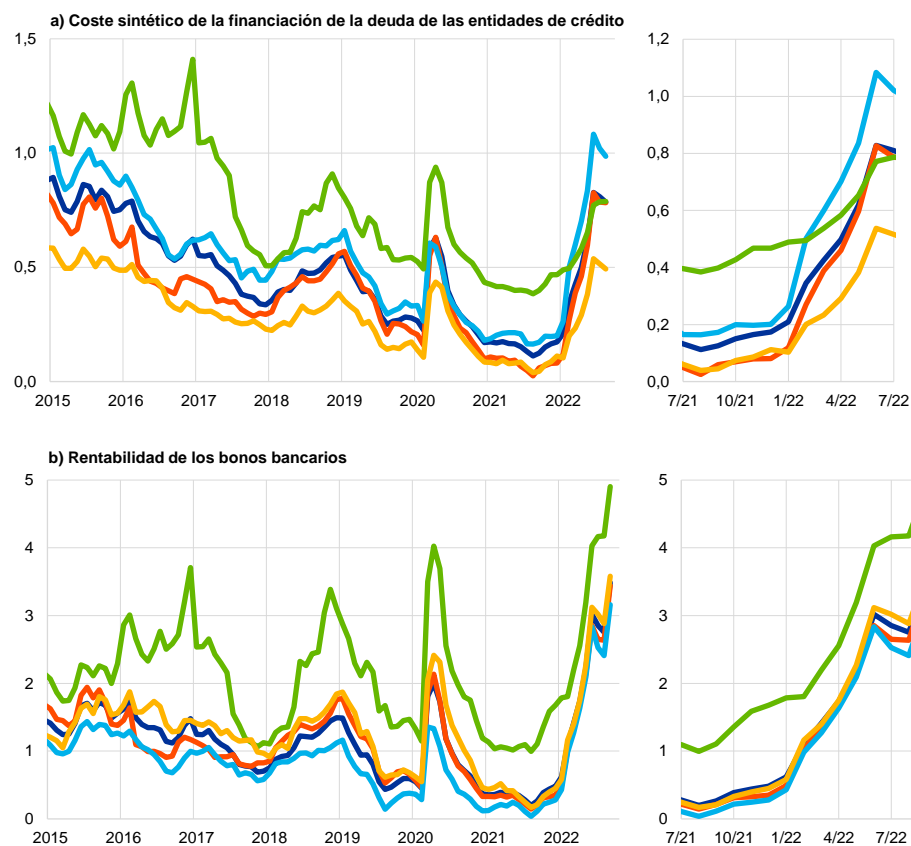
**Los balances de las entidades de crédito fueron sólidos en general, pero comienzan a reflejar el deterioro del entorno económico.** Las ratios de capital de las entidades volvieron a los niveles más bajos anteriores a la pandemia. Además, la rentabilidad bancaria se ve respaldada por el mayor margen de intermediación, dado que continúa la normalización de la política monetaria. Si bien las entidades han seguido reduciendo sus ratios de préstamos dudosos, algunos indicadores de la calidad de los activos han empeorado. El reciente descenso de las ratios entre la cotización y el valor en libros de los bancos apunta a un cierto deterioro de las perspectivas para las entidades de crédito, en un entorno de debilitamiento de las perspectivas económicas y de aumento del riesgo de crédito.

## Gráfico 20

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

(porcentajes)

■ Zona del euro  
■ Alemania  
■ Francia  
■ Italia  
■ España



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 7 de septiembre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

### Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando desde finales de mayo, al restringir las entidades su oferta de crédito.

El acusado incremento que han registrado los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro desde principios de 2022 ha impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos, sobre todo los concedidos a los hogares para adquisición de vivienda (gráfico 21). El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda registró otra fuerte subida en julio y se situó en el 2,15 %. El alza intermensual de 18 puntos básicos supone que los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han acumulado un ascenso de 84 puntos básicos desde comienzos del año. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades

no financieras fueron más volátiles y disminuyeron ligeramente —6 puntos básicos— hasta situarse en el 1,77 % en julio, habiendo aumentado 41 puntos básicos desde principios de 2022. Para los próximos meses, la evidencia disponible sugiere un nuevo ascenso de los tipos de interés de los préstamos a empresas atendiendo al notable incremento observado en los índices de difusión<sup>5</sup>. Por el lado de la oferta, la evolución de los tipos de interés del crédito refleja un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, como indicaron los resultados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de julio, habida cuenta de que los riesgos a la baja relacionados con las perspectivas económicas se han intensificado y se está procediendo a la normalización de la política monetaria. Por el lado de la demanda, el encarecimiento de los precios de la energía ha elevado las necesidades de financiación de las empresas y ha afectado negativamente a los presupuestos de los hogares, en particular a los de aquellos con rentas bajas. Además, de acuerdo con la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#), los consumidores redujeron sus expectativas de crecimiento económico y aumentaron sus expectativas de perder su empleo. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se situó en niveles próximos a los registrados antes de la pandemia, lo que sugiere que las condiciones de la financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas han continuado siendo favorables en términos relativos. Además, la dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo contenida (paneles a y b del gráfico 21).

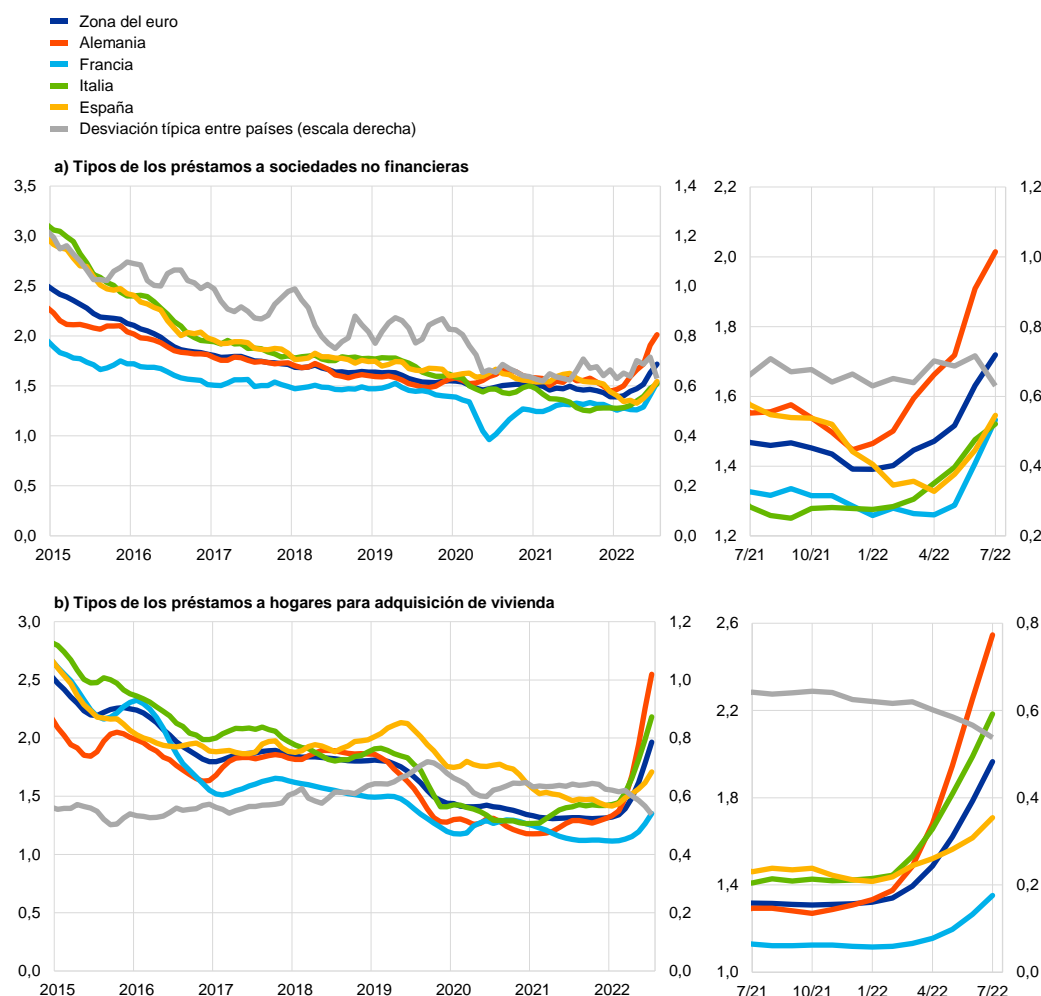
---

<sup>5</sup> Estos índices, que se calculan a partir de microdatos, miden el número neto de entidades de crédito que están elevando los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y tienden a tener propiedades de indicador adelantado.

## Gráfico 21

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

(porcentajes, medias móviles de tres meses; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**En el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo considerablemente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se incrementó.** Debido al retardo en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta julio de 2022, cuando aumentó hasta el 5,5 %, desde el 5,3 % de mayo. Este aumento fue resultado, principalmente, del sustancial incremento del coste de los valores de renta fija y, en menor medida, del mayor coste de la financiación bancaria (gráfico 22). El coste de las acciones se mantuvo prácticamente sin variación hasta julio de 2022. Los datos de julio de 2022 permanecieron próximos al máximo

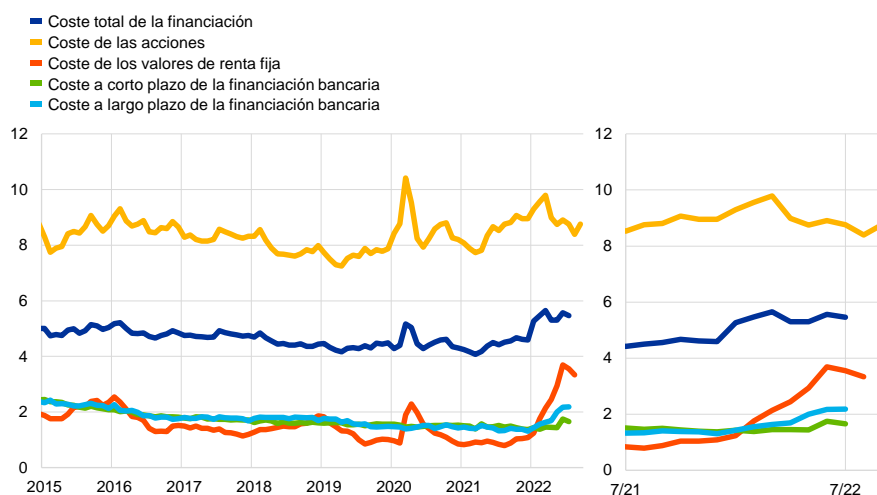


registrado anteriormente en el año y se situaron muy por encima de los niveles observados en los dos años previos. En el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de las acciones se redujo unos 15 puntos básicos, mientras que el coste de los valores de renta fija se elevó en la misma medida aproximadamente. El ligero descenso del coste de las acciones es atribuible a la disminución de su prima de riesgo, que compensó con creces el impacto del aumento del tipo de interés libre de riesgo sobre dicho coste. El alza del tipo de interés libre de riesgo también contribuyó al incremento del coste de los valores de renta fija. Los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se estrecharon ligeramente en el segmento de grado de inversión, pero se ampliaron considerablemente en el de alta rentabilidad.

### Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 2 de septiembre de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

### La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas fue elevada en julio, mientras que el crédito a hogares se moderó.

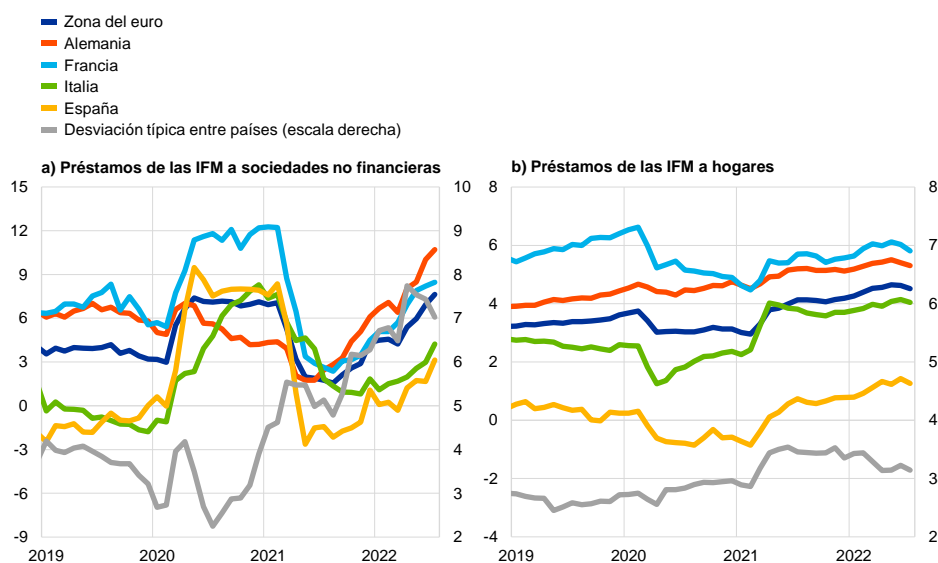
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró hasta el 7,7 % en julio, tras el 6,9 % registrado en junio y el 6 % observado en mayo (panel a del gráfico 23). Esta evolución volvió a reflejar un considerable efecto de base que estaba relacionado principalmente con los plazos más largos. Los préstamos a más corto plazo continuaron contribuyendo de forma significativa a dicho avance, debido a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, al incremento de los costes de los insumos y a la mayor incertidumbre, tres factores que intensifican la necesidad de capital circulante de las empresas. La capacidad de resistencia del crecimiento de los préstamos también refleja, hasta cierto punto, un menor recurso a la emisión de valores de renta fija, ya que las condiciones de financiación en los mercados se endurecieron en mayor medida que las condiciones de la financiación

bancaria. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se moderó ligeramente y se situó en el 4,5 % en julio, tras tres meses de tasas intermensuales que se mantuvieron estables en el 4,6 % (panel b del gráfico 23). Esta evolución obedeció sobre todo a la disminución de los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

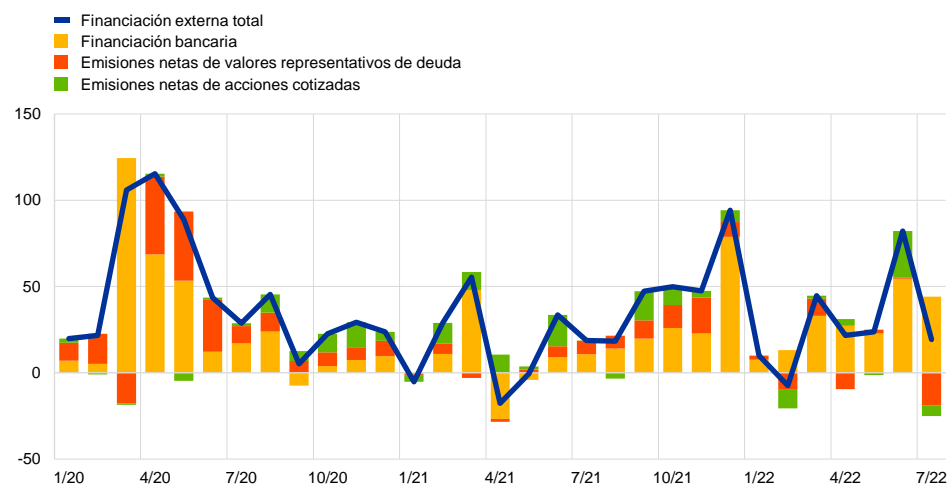
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**El volumen total de financiación externa de las empresas volvió a elevarse, reflejo sobre todo del aumento de los préstamos bancarios.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa pasó del 2,4 % en marzo al 3,2 % en julio, como consecuencia de la mayor necesidad de financiación de las empresas, en particular la necesidad de financiación a corto plazo de las empresas intensivas en energía. Este incremento fue más notable durante los meses estivales y se produjo tras una serie de flujos moderados en términos relativos durante los cinco primeros meses del año en curso (gráfico 24). Desde principios de 2022, los flujos de financiación externa se han visto fuertemente respaldados por los mayores volúmenes de préstamos bancarios concedidos a las empresas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron débiles, debido al aumento del coste relativo de la financiación mediante este tipo de valores. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, pero repuntaron en junio, impulsadas por la actividad de las empresas intensivas en energía, para volver a terreno negativo en julio. Este retroceso se explica por el reciente incremento de la proporción de recompras y por la reducción del valor de las fusiones y adquisiciones.

## Gráfico 24

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

(flujos mensuales en mm de euros)



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

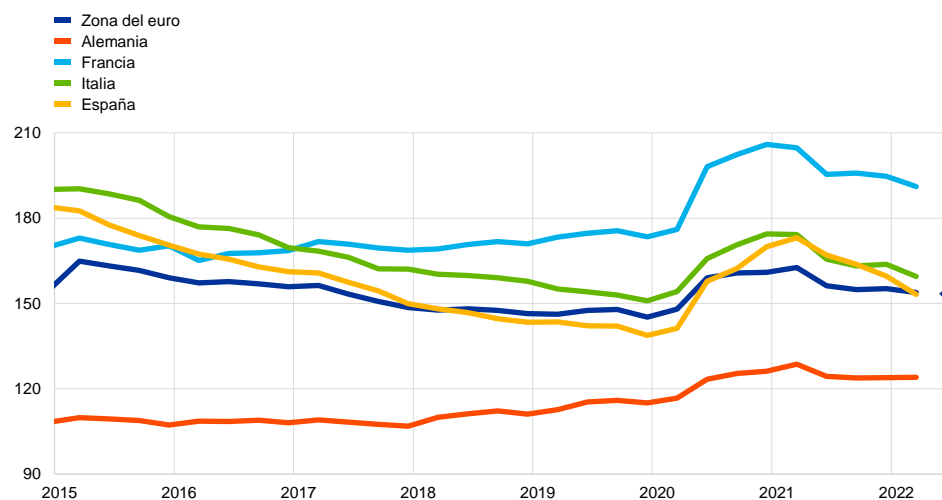
Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**La deuda bruta de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a moderarse con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 25).** La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, disminuyó 2,8 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2022 en comparación con la ratio observada un año antes. Esta disminución se produjo como consecuencia del fuerte crecimiento del valor añadido, y redujo el aumento acumulado desde finales de 2019 a 8,2 puntos porcentuales. El incremento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras desde principios de 2020 está relacionado con el mayor recurso de estas a la financiación de la deuda, especialmente en la primera fase de la pandemia de COVID-19, en la que la deuda bruta creció de forma desigual entre tipos de empresas y países. Esta evolución oculta diferencias en la exposición de las empresas a la pandemia y en las respuestas de política nacionales. En comparación con la última fase de subidas de los tipos de interés en 2011, las ratios de deuda en los países más vulnerables son más reducidas y deberían ayudar a contener el riesgo de fragmentación en el sector empresarial. Aunque los balances de las empresas en la mayoría de los países están más saneados actualmente que durante las crisis bancaria y de deuda soberana europeas, el nivel de deuda bruta de las sociedades no financieras sigue siendo elevado en términos históricos, lo que implica que la sensibilidad de las empresas a perturbaciones adversas continúa siendo sustancial. Por tanto, dadas las perspectivas de deterioro económico y las persistentes presiones inflacionistas, es probable que la capacidad de resistencia de las empresas también dependa del mantenimiento del apoyo procedente de las políticas, en particular las fiscales.

## Gráfico 25

### Deuda bruta de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos por pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2022. En el resto de los casos, las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

### El ritmo de acumulación de depósitos a la vista se ralentizó con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 26).

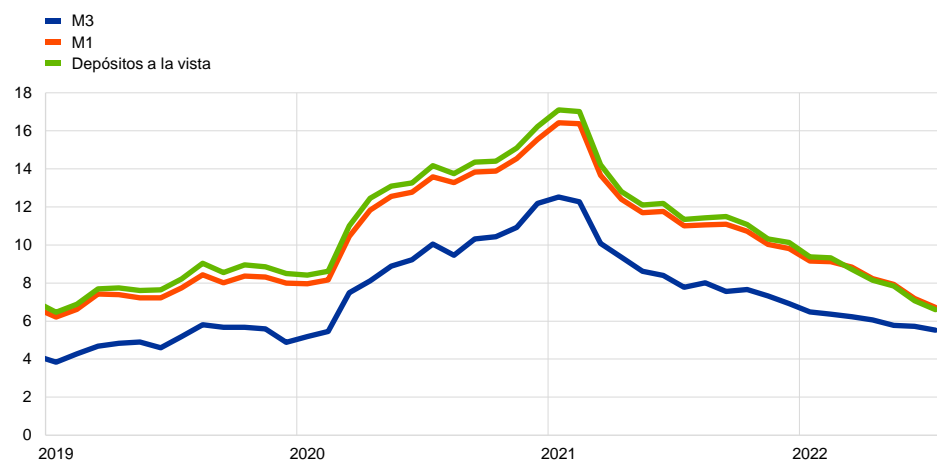
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 6,6 % en julio, desde el 7,1 % registrado en junio. Aunque el encarecimiento del coste de los alimentos y de la energía ejerció presión sobre las reservas de efectivo de las empresas y sobre la capacidad de los hogares para aumentar su ahorro, los depósitos de M3 de estos dos sectores registraron entradas intermensuales considerables en julio, por lo que su dinámica a corto plazo alcanzó niveles próximos a los observados antes de la pandemia<sup>6</sup>. Es probable que la recuperación reciente de estos depósitos obedezca a motivos de precaución en un entorno de deterioro de las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

## Gráfico 26

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**En julio, el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) continuó moderándose hacia su media de largo plazo.** El ritmo de avance interanual de M3 se ha ralentizado desde el máximo observado en el punto álgido de la pandemia. En términos interanuales, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio descendió hasta el 5,5 % en julio, desde el 5,7 % registrado en junio (gráfico 26). La moderación de esta tasa refleja la finalización de las compras netas de activos por parte del Eurosistema en julio de 2022 y el encarecimiento adicional de la factura energética de los hogares y las empresas de la zona del euro, que reduce la renta disponible. Por lo que se refiere a los componentes, la desaceleración del crecimiento de M3 estuvo determinada principalmente por los depósitos a la vista incluidos en el agregado estrecho M1, mientras que los depósitos a plazo que forman parte del agregado monetario amplio M3 se reforzaron en julio. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La contribución positiva de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia volvió a disminuir. Al mismo tiempo, las salidas monetarias netas hacia el resto del mundo siguieron frenando el crecimiento monetario debido, principalmente, al impacto negativo del encarecimiento de los precios de la energía sobre la balanza comercial de la zona del euro.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro mejorará de forma continuada hasta 2024, aunque algo menos de lo previsto en las proyecciones de junio. Sin embargo, las proyecciones fiscales siguen sujetas a una elevada incertidumbre, relacionada fundamentalmente con la guerra en Ucrania y con la evolución en los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Recientemente, esas medidas han tenido por objeto, sobre todo, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, en particular en lo que respecta a la energía. Además, también se han destinado a financiar las nuevas capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Rusia en Ucrania. No obstante, de acuerdo con dichas proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,7% al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación en respuesta a la crisis del coronavirus (COVID-19) en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo levemente, en particular en 2023, y que sea neutral en 2024. En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas como consecuencia de la guerra en Ucrania, así como de subidas de los precios de la energía y de persistencia de las perturbaciones en las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y que la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.*

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará mejorando durante el horizonte de proyección<sup>7</sup>.** La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona descendió hasta el 5,1 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,1 %— en 2020. Se prevé que siga disminuyendo hasta el 3,8 % del PIB en 2022, y después hasta el 2,9 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente, en 2023 y 2024 (gráfico 27). Se espera que la mejora continuada del saldo presupuestario a partir de 2022 esté impulsada por el ciclo económico, así como por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que gran parte de las medidas de emergencia frente a la pandemia han empezado a expirar y las nuevas no son tan cuantiosas. Durante todo el horizonte de proyección, los pagos por intereses

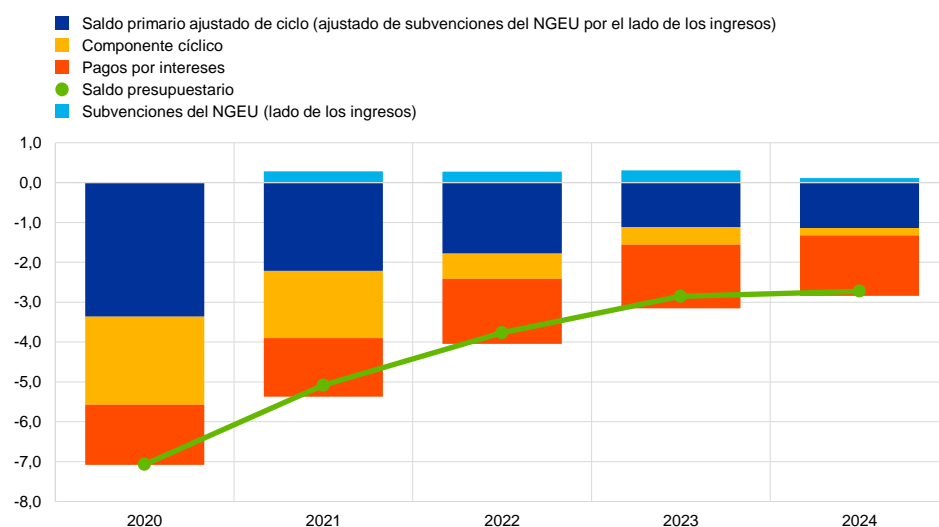
<sup>7</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2022](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2022.

agregados de la zona del euro en porcentaje del PIB seguirán siendo similares a los observados entre 2019 y 2021. Esto refleja el hecho de que, aunque los tipos de interés de las nuevas emisiones de deuda soberana han aumentado de manera significativa, están próximos al tipo de interés medio que se paga sobre el *stock* de deuda existente.

### Gráfico 27

#### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

#### La orientación de la política fiscal de la zona del euro empezó a endurecerse en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo hasta 2023, pero que sea prácticamente neutral en 2024<sup>8</sup>.

En 2022, el ligero endurecimiento de la orientación fiscal se debe sobre todo a la continuación de la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la pandemia, que se verá compensada solo en parte por medidas expansivas adicionales. Estas medidas adicionales representan en torno al 1,4 % del PIB en 2022 (aproximadamente 0,3 puntos porcentuales más de lo previsto en las proyecciones de junio). Su objetivo es contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, así como financiar el aumento de la capacidad de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra en Ucrania. Además, se espera que factores no discrecionales derivados de la reversión solo parcial de los elevados ingresos extraordinarios de 2021 atenúen el endurecimiento en 2022 y continúen haciéndolo durante el resto del horizonte de proyección. No obstante, se prevé que el endurecimiento fiscal sea algo mayor en 2023, cuando se espera que hayan expirado la mayoría de las medidas de apoyo.

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

Se prevé una orientación prácticamente neutral para el final del horizonte de proyección, aunque se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía<sup>9</sup>.

**El saldo presupuestario agregado de la zona del euro no se ha revisado para 2022, pero posteriormente se prevé una evolución ligeramente más adversa.**

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro se ha mantenido básicamente sin cambios para 2022, ya que las nuevas medidas de estímulo de carácter temporal se han visto contrarrestadas por una mejora del componente cíclico y por el impacto adicional de factores no discrecionales que reflejan el aumento de los ingresos en efectivo. El saldo presupuestario para 2023 y 2024 se ha revisado a la baja en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, sobre todo debido a la mayor debilidad esperada del componente cíclico<sup>10</sup>.

**Después de registrar un fuerte incremento en 2020, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se reduzca poco a poco hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2024, pero que se mantenga por encima de su nivel anterior a la crisis.** Tras un ascenso de la ratio de deuda de casi 13 puntos porcentuales —hasta el 97 % aproximadamente— en 2020, en 2021, el déficit primario, cada vez menor pero todavía elevado, se habría visto contrarrestado con creces por la importante contribución a la reducción de la deuda de un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable, lo que se habría traducido en una reducción moderada de la ratio de deuda sobre el PIB. Según las proyecciones, en el período 2022-2024 esta ratio continuará descendiendo de manera lenta pero continua, ya que los déficits primarios —que contribuyen al aumento de la deuda— se verán compensados por las contribuciones todavía positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, de forma limitada en los dos primeros años, por los ajustes entre déficit y deuda (gráfico 28). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda se estabilice justo por debajo del 90 % del PIB, es decir, 6 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2019, antes de la crisis.

<sup>9</sup> Se estima que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU (a fecha de 2021), fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020 y +1,1 puntos porcentuales del PIB en 2021. Se prevé que sea de +0,1, +0,7 y +0 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente. En comparación con las proyecciones de junio de 2022, ha permanecido prácticamente sin variación para 2022 y se ha revisado al alza (a la baja) en 0,1 puntos porcentuales para 2023 (2024).

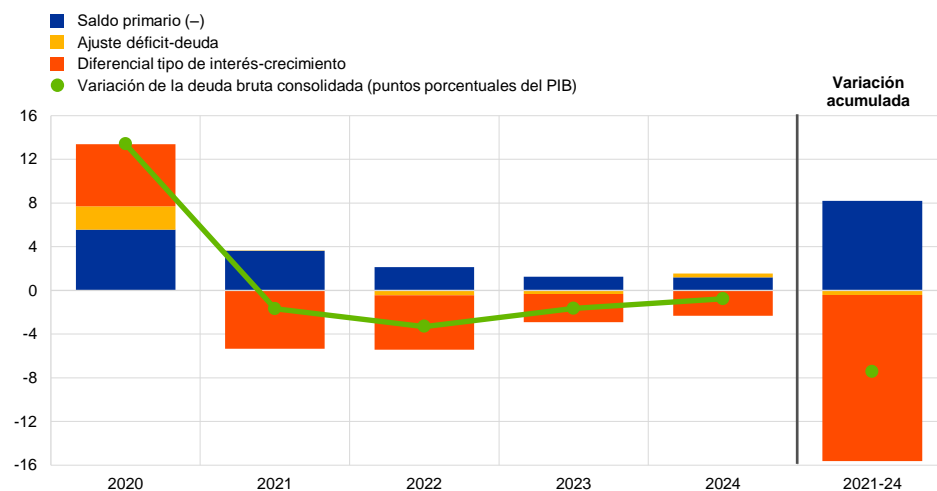
<sup>10</sup> Se estima que las medidas adicionales de apoyo público destinadas a compensar el aumento de los precios de la energía y otros gastos en respuesta a la guerra en Ucrania ascenderán al 0,9 % del PIB de la zona del euro en 2022.



## Gráfico 28

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

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022.

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

**Las proyecciones fiscales de referencia continúan sujetas a una elevada incertidumbre, asociada fundamentalmente a la guerra en Ucrania y a la evolución de los mercados energéticos.** En lo que respecta a los supuestos fiscales, los riesgos para el escenario de referencia actual apuntan a medidas adicionales de estímulo fiscal a corto plazo. Dichos riesgos están relacionados con la nueva introducción o la prórroga de medidas de compensación del encarecimiento de la energía y otros gastos derivados de los efectos de la guerra, algunas de las cuales ya fueron anunciadas por varios Gobiernos después de la fecha de cierre de las proyecciones.

**Las medidas fiscales están sirviendo, en parte, para amortiguar la perturbación causada por la guerra, pero deberían ser temporales y cada vez más focalizadas y, además, limitar el riesgo de agravar las presiones inflacionistas.** En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas como consecuencia de la guerra de Rusia en Ucrania, así como de encarecimiento de la energía y persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del PEC hasta el final de 2023<sup>11</sup>. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Sin embargo, es importante que las políticas fiscales de todos los países preserven la sostenibilidad de la deuda. Además, todas las medidas que los Gobiernos apliquen para compensar a los hogares y a las empresas deberían estar claramente focalizadas y diseñadas para limitar el riesgo de agravar las presiones inflacionistas en la economía. Como se describe en el

<sup>11</sup> Véase Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Semestre Europeo de 2022 – Paquete de Primavera (COM(2022) 600 final), Comisión Europea, 23 de mayo de 2022.

recuadro titulado «[Policy responses to address high energy prices and ensure energy security](#)»<sup>12</sup> en este *Boletín Económico*, las medidas en materia energética deberían seguir siendo temporales e incentivar el ahorro de energía, además de abordar de manera eficiente los retos a corto plazo y proteger a los hogares más vulnerables. Las rebajas impositivas horizontales y las transferencias no focalizadas son menos eficientes en términos de costes que las medidas de gasto que concentran los beneficios en los ciudadanos más vulnerables.

---

<sup>12</sup> Véase el recuadro 1 del artículo titulado «[Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area](#)» en este *Boletín Económico*.

# Recuadros

## 1 El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19

Agostino Consolo y António Dias da Silva

**El crecimiento del empleo en el sector público ha tenido un papel importante en el sostenimiento del empleo total durante la pandemia de coronavirus (COVID-19)**<sup>1</sup>. En el primer trimestre de 2022, el empleo en el sector público se situaba alrededor del 3,5 % por encima de los niveles anteriores a la pandemia, en comparación con el 0,6 % en la industria y el 0,2 % en los servicios de mercado (panel a del gráfico A). De igual modo, el total de horas trabajadas en el sector público alcanzó los niveles prepandemia en el primer trimestre de 2021 y se situó un 1,7 % por encima de ellos en el primer trimestre de 2022. En cambio, el total de horas trabajadas en el sector privado se mantuvo un 1,1 % por debajo de los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2022 (panel b del gráfico A)<sup>2</sup>. Si se analizan las economías de mayor tamaño, en Alemania, España y Francia, la contribución positiva del empleo público ha sido significativa, mientras que en Italia ha sido más moderada.

---

<sup>1</sup> En este recuadro se considera empleo público todo el empleo en los sectores de actividad O a Q según la clasificación utilizada en la encuesta de población activa de la UE elaborada por Eurostat, es decir, Administración pública, defensa, educación y actividades sanitarias y de servicios sociales. En 2021, el sector público representaba el 25 % del empleo total y el 23 % del total de horas trabajadas en la economía de la zona del euro.

<sup>2</sup> Las horas medias trabajadas suelen desempeñar un papel importante en el ajuste cíclico del mercado de trabajo de la zona del euro. Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Hours worked in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

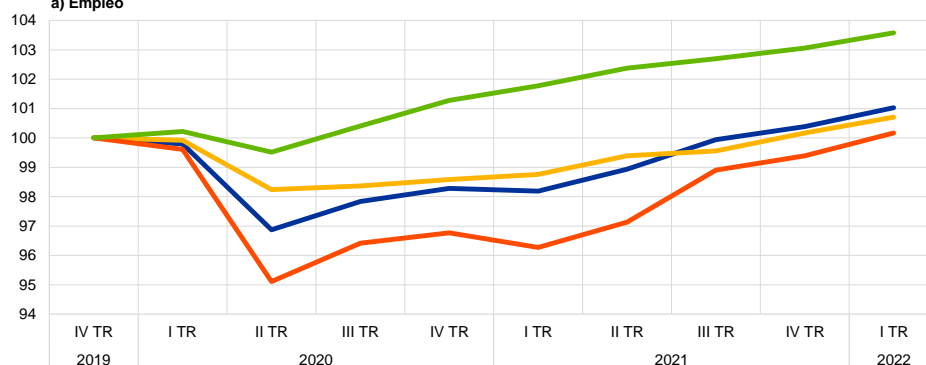
## Gráfico A

### Empleo y horas totales en la zona del euro, por sectores

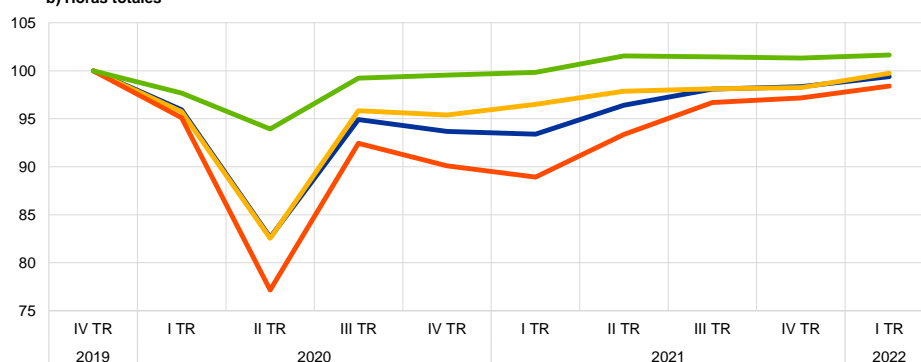
(Índice: IV TR 2019 = 100)

— Economía total  
— Industria  
— Servicios de mercado  
— Sector público

#### a) Empleo



#### b) Horas totales



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

**Aunque en recesiones anteriores experimentadas en la zona del euro el empleo también aumentó más en el sector público que en otros sectores, el incremento esta vez ha sido más acusado.** El gráfico B muestra las diferentes contribuciones, en puntos porcentuales, al crecimiento acumulado del empleo tras la crisis financiera de 2008 y la crisis de deuda soberana de la zona del euro. En ambos casos, el empleo público mostró un patrón similar al observado en la recuperación de la pandemia de COVID-19, contribuyendo positivamente al crecimiento total del empleo. Sin embargo, el aumento del empleo público durante la pandemia ha sido más fuerte que en recesiones anteriores. La contribución positiva del empleo público viene determinada, principalmente, por las tendencias de largo plazo positivas en los sectores de sanidad y educación (gráfico C). Estas tendencias positivas podrían estar relacionadas con el envejecimiento de la población, que exigiría un mayor gasto en servicios sanitarios, y con la creciente proporción de personas con educación terciaria con el paso del tiempo. El gasto sanitario es mayor en las cohortes de más edad y el envejecimiento poblacional requerirá un gasto más

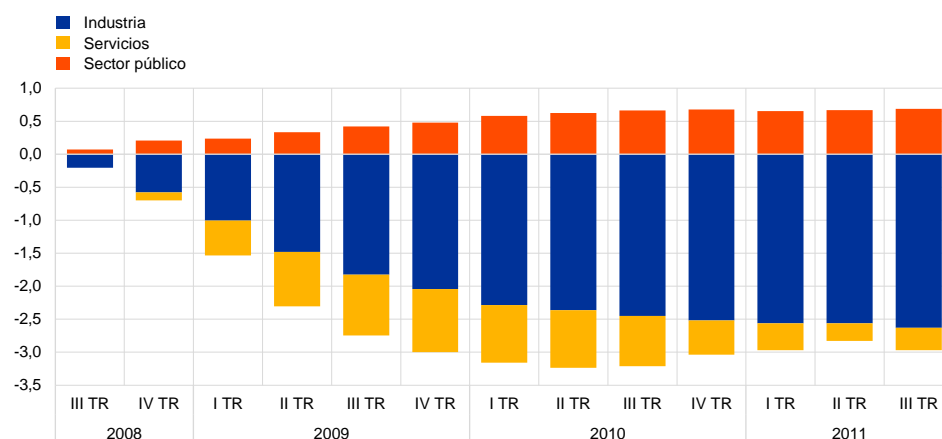
elevado en servicios sanitarios<sup>3</sup>. Además, en los países de la OCDE, el gasto por estudiante en centros de educación primaria a terciaria creció a una tasa media anual del 1,6 % entre 2012 y 2018, mientras que el número de estudiantes se mantuvo estable<sup>4</sup>.

## Gráfico B

### Empleo en la zona del euro en recesiones anteriores

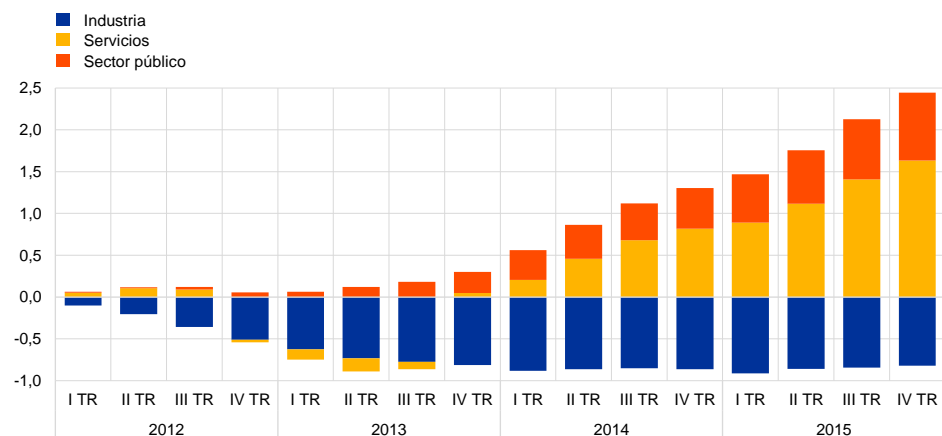
a) Crisis financiera de 2008

(índice: II TR 2008 = 100)



b) Crisis de deuda soberana de la zona del euro

(índice: IV TR 2011 = 100)



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

**A diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores, el aumento del empleo público durante la pandemia está asociado a un incremento de la proporción de trabajadores temporales.** Alrededor de dos terceras partes de la contracción del 3,1 % que registró el empleo total al comienzo de la pandemia se debió a una caída del 15 % en el empleo temporal, como consecuencia del descenso del empleo en el sector privado. Esta es una característica normal de las recesiones, en las que los

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, *Health at a Glance 2021: OECD Indicators*, OCDE, 2021. El capítulo 8 de esta publicación, titulado «Health workforce», muestra un incremento en la ratio médico en activo/población en los países de la OCDE. Véase, por ejemplo, *Skills forecast: trends and challenges to 2030*, Cedefop reference series, n.º 108, Cedefop, Eurofound, 2018. Esta publicación prevé una demanda más elevada de competencias en el sector sanitario de la UE dado el envejecimiento de la población.

<sup>4</sup> Véase *Education at a glance*, OCDE, 2021.

trabajadores con contratos temporales tienden a ser despedidos en primer lugar o sus contratos no se renuevan. Sin embargo, el empleo temporal en el sector público durante la crisis del COVID-19 ha tenido un comportamiento diferente al observado en el sector privado y en crisis previas. En el primer trimestre de 2022, se situó un 11,5 % por encima del nivel prepandemia y su peso en el empleo total del sector público se incrementó 2 puntos porcentuales. Este incremento se concentró principalmente en los sectores de sanidad y de educación (gráfico C). Estas dos ramas de actividad han creado 1,4 millones de puestos de trabajo (casi 1 millón con contratos temporales), lo que representa alrededor del 22 % del empleo total creado desde el segundo trimestre de 2020. Durante la crisis del COVID-19, el aumento de las tasas de hospitalización, de pruebas y de vacunación, así como las medidas de distanciamiento social, pueden haber dado lugar a una subida de las tasas de contratación temporal en los sectores de sanidad y educación para dar respuesta a las restricciones temporales relacionadas con la pandemia.

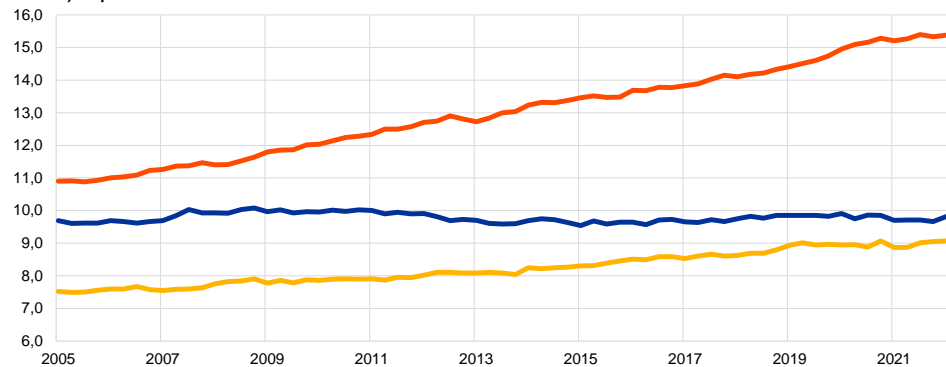
### Gráfico C

#### Empleo en Administración pública, educación y sanidad

(millones de personas)

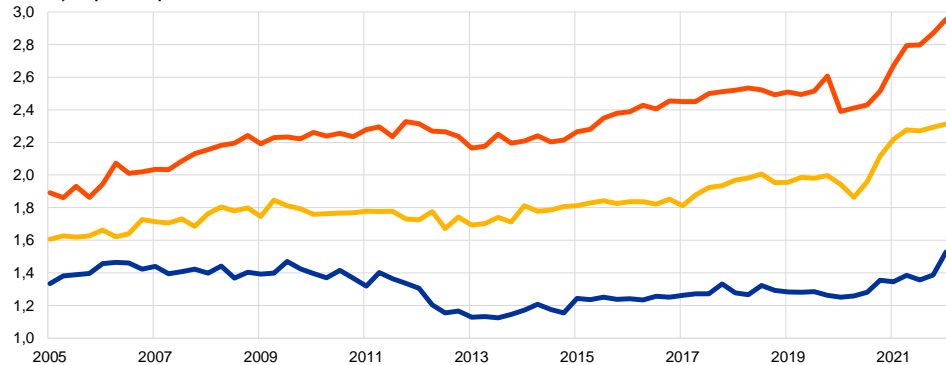
— Administración pública  
— Educación  
— Sanidad

##### a) Empleo indefinido



— Administración pública y defensa  
— Educación  
— Sanidad

##### b) Empleo temporal



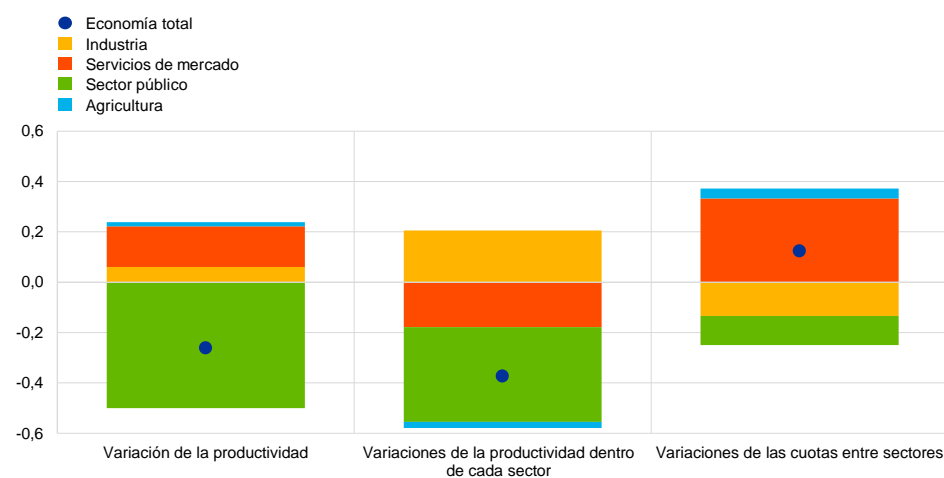
Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

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

**Es probable que el aumento de los trabajadores temporales en el sector público haya contribuido negativamente a la productividad del trabajo agregada.** En el período de la pandemia de COVID-19, la contribución del sector público a la variación de la productividad del trabajo total fue de  $-0,5$  puntos porcentuales (gráfico D). Según un análisis *shift-share*, la mayoría de las variaciones que se produjeron en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2022 obedecieron a cambios en el sector público ( $-0,4$  puntos porcentuales) y, en menor medida, al incremento del peso del empleo público en la economía total. Dado que una gran parte del crecimiento del empleo en el sector público se ha debido al crecimiento del trabajo temporal, la tendencia de la productividad puede atribuirse al fuerte ascenso del empleo temporal en educación y sanidad. Los trabajadores con contratos temporales suelen recibir una remuneración menor que los empleados con contratos indefinidos. Las cifras de productividad de las actividades de no mercado se ven afectadas principalmente por los costes laborales. Un aumento de los contratos temporales —que son característicos de los trabajos de menor cualificación o de menor antigüedad— podría explicar en parte el descenso del crecimiento de la productividad en el sector público<sup>5</sup>. Otro factor que contribuye es la disminución de las horas medias trabajadas.

**Gráfico D**  
Variación de la productividad

(tasa de variación entre el IV TR 2019 y el I TR 2022)



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

Nota: El gráfico muestra un análisis *shift-share* de la tasa de crecimiento acumulada de la productividad del trabajo por empleado entre las variaciones dentro de cada sector y las variaciones de las cuotas entre sectores (cambio de peso).

**El aumento del empleo temporal en el sector público podría revertirse parcialmente una vez que se eliminen las medidas sanitarias relacionadas con el COVID-19, pero los efectos de dicha reversión se limitarían probablemente al 0,2 % de la población activa de la zona del euro.** El empleo temporal en los sectores de educación y de sanidad se mantiene por encima de las tendencias de

<sup>5</sup> Dado que no se pueden obtener medidas de valor añadido para los subsectores públicos, y no se dispone de datos sobre salarios públicos para los puestos de trabajo temporales e indefinidos, no es posible realizar una descomposición cuantitativa de la productividad.

largo plazo respectivas<sup>6</sup>. Un retorno al crecimiento tendencial implicaría reducir los empleos temporales en el sector público en unas 300.000 personas, lo que podría sumar 0,2 puntos porcentuales a la tasa de paro de la zona del euro si estos puestos de trabajo no se reasignan a otros sectores.

---

<sup>6</sup> Las tendencias estadísticas se estiman utilizando el filtro de paso de banda asimétrico de Christiano-Fitzgerald y eliminando las frecuencias del ciclo económico entre seis y 32 trimestres.



## El COVID-19 y las decisiones de jubilación de los trabajadores de más edad en la zona del euro

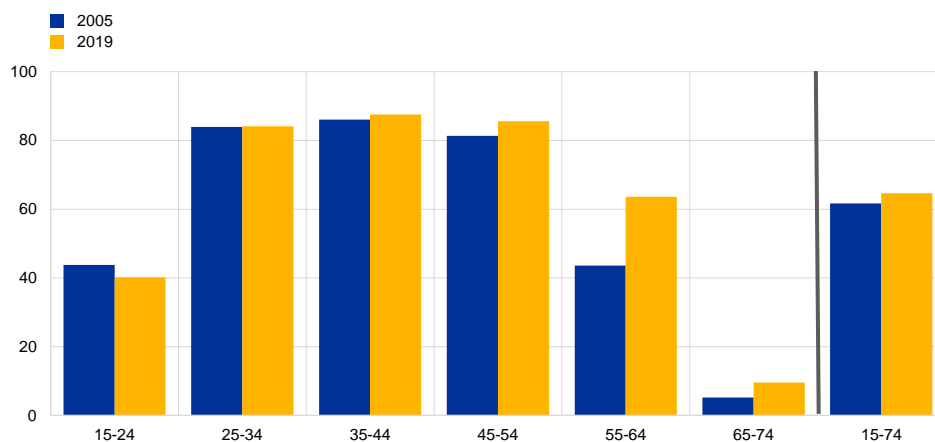
Vasco Botelho y Marco Weißler

**El aumento de la actividad de los trabajadores de más edad ha sido una de las características del alza de la tasa de actividad en la zona del euro en los últimos quince años.** Esta tasa se incrementó del 61,7 % en 2005 al 64,6 % en 2019 (gráfico A), principalmente como resultado del crecimiento de la participación laboral de los trabajadores de más edad. La tasa de actividad de las personas con edades comprendidas entre 55 y 64 años aumentó en más de 21 puntos porcentuales en ese período y en más de 4 puntos porcentuales en el caso de los trabajadores de entre 65 y 74 años. Esta evolución es particularmente importante en el contexto del envejecimiento de la sociedad, y, por tanto, de la población activa de la zona del euro<sup>1</sup>. Los trabajadores de 55 años o más suponían más del 20 % de la población activa en 2021, frente a un 12 % en 2005.

### Gráfico A

Tasas de actividad en la zona del euro por cohorte de edad

(porcentajes; cohortes de edad)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE (EU-LFS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

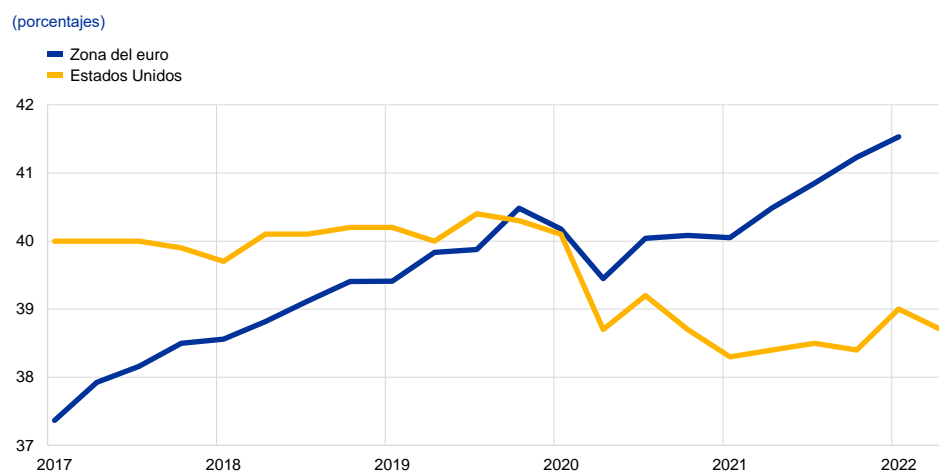
**La pandemia de coronavirus (COVID-19) provocó, al menos al principio, una disminución de la actividad laboral de los trabajadores de más edad en la zona del euro (gráfico B).** El mercado de trabajo de la zona se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo registrado durante la pandemia, y algunos indicadores superan incluso los niveles previos al COVID-19. Aunque las tasas de actividad de los trabajadores de más edad se sitúan por encima de las cotas prepandemia, siguen siendo menores de lo que cabría esperar si se tiene en cuenta

<sup>1</sup> Véanse también el artículo titulado «Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020, y K. Bodnár y C. Nerlich, «The macroeconomic and fiscal impact of population ageing», *Occasional Paper Series*, n.º 296, BCE, junio de 2022.

la creciente actividad de estos trabajadores en años anteriores<sup>2</sup>. De cara al futuro, según las proyecciones del informe sobre el envejecimiento de 2021 de la Comisión Europea, la tasa de actividad de los trabajadores de más edad seguirá incrementándose hasta 2040 y después se estabilizará lentamente en más del 72 % en el caso de aquellos con edades comprendidas entre 55 y 64 años y en torno al 20 % en el de los trabajadores de entre 65 y 74 años<sup>3</sup>. La reciente evolución registrada en la zona del euro contrasta claramente con la observada en Estados Unidos, que es objeto de análisis frecuente. Allí, la tasa de actividad de los trabajadores de más edad aún no ha recuperado los niveles previos a la pandemia, pese a que esta tasa se mantuvo prácticamente estable antes de la pandemia, mientras que en la zona del euro creció de forma sostenida hasta situarse en cotas semejantes a las de Estados Unidos a finales de 2019 y superarlas a partir de 2020. Por consiguiente, mientras que hay quienes sostienen que Estados Unidos registró una tasa de jubilaciones anticipadas excesiva y, por tanto, una reducción permanente de la tasa de actividad durante la pandemia, este efecto no es directamente observable en la zona del euro<sup>4</sup>.

### Gráfico B

#### Tasas de actividad de los trabajadores de más edad en Estados Unidos y en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, EU-LFS, Current Population Survey de la U.S. Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: «Trabajadores de más edad» se refiere a personas con edades comprendidas entre 55 y 74 años en la zona del euro y de 55 años o más en Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para la zona del euro y al segundo trimestre de 2022 para Estados Unidos.

**En términos agregados, las jubilaciones anuales de trabajadores de más edad aumentaron solo de forma marginal en 2020 tras la irrupción del COVID-19.** El número de jubilados está creciendo en la zona del euro, aunque a un ritmo lento. En buena medida, este aumento está en consonancia con tendencias demográficas

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

<sup>3</sup> Véase «The 2021 Ageing Report», *Institutional Paper*, n.º 148, Comisión Europea, 2021. Según este informe, ello se debe en gran medida a un nuevo avance de la tasa de actividad femenina y al aumento de la edad real de jubilación contemplada en varias reformas potenciales de los sistemas de pensiones.

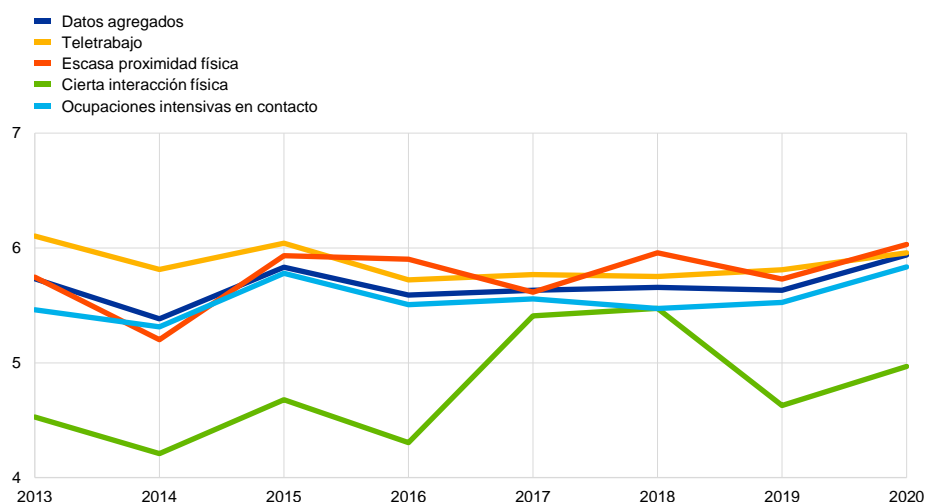
<sup>4</sup> Véanse M. Faria-e-Castro, «The COVID Retirement Boom», *Economic Synopses*, n.º 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021, y A. Domash y L. H. Summers, «How tight are U.S. labor markets?», *NBER Working Paper Series*, n.º 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

como el envejecimiento de la población, y las tasas anuales de jubilación apenas variaron en 2020 con respecto a los niveles previos a la pandemia (gráfico C). En el primer año de la pandemia, el posible «exceso» de jubilados fue solo limitado y no estuvo relacionado con el nivel de riesgo de contagio en el lugar de trabajo. Además, cabe la posibilidad de que algunos de estos jubilados se reincorporen al mercado laboral más adelante. En Estados Unidos, el porcentaje de jubilados que han retornado al mercado de trabajo se ha ido aproximando a los niveles previos a la crisis<sup>5</sup>, lo que sugiere que algunos trabajadores de más edad volverán a incorporarse a dicho mercado paulatinamente a medida que la economía se recupere, suponiendo que los riesgos para la salud sigan controlados.

### Gráfico C

#### Jubilaciones anuales por tipo de puesto de trabajo

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, EU-LFS, O\*NET y cálculos del BCE.

Notas: Un trabajador que se jubila deja de estar en activo, ha abandonado su empleo en el último año y se considera que ha dejado de trabajar para acogerse a la jubilación (también anticipada). Según todas las definiciones, estos trabajadores tienen entre 55 y 74 años, y las jubilaciones se calculan en porcentaje de la población activa de esta cohorte de edad en el año anterior en todos los países de la zona del euro. Los tipos de puestos de trabajo siguen la clasificación de G. Basso, T. Boeri, A. Caiumi y M. Paccagnella, «Unsafe jobs, labour market risk and social protection», *Economic Policy*, vol. 37, número 110, 2022, pp. 229-267, que refleja el grado de exposición de los trabajadores al riesgo de contagio de virus en suspensión en el aire.

**Según datos más granulares, el incremento marginal de las jubilaciones afectó aproximadamente a 175.000 trabajadores, debido sobre todo a cambios en las decisiones sobre el momento de la jubilación.** Cualquier posible impacto de la pandemia en las jubilaciones de los trabajadores de más edad en la zona del euro obedecerá probablemente a varios factores, como los confinamientos y las medidas de contención asociadas, una mayor incertidumbre económica y sanitaria, y el sustancial apoyo fiscal y las medidas relacionadas con el mercado laboral que incluyen el uso generalizado de programas de mantenimiento del empleo. A partir de datos de la Encuesta de Salud, Envejecimiento y Jubilación en Europa (SHARE, por sus siglas en inglés) relativos a población de entre 55 y 74 años para el período comprendido entre marzo-abril de 2020 y junio de 2021, se puede cuantificar la

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, N. Bunker, «'Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work», Indeed Hiring Lab, abril de 2022.

forma en que la pandemia determinó las decisiones de jubilación de algunos trabajadores de más edad<sup>6</sup>. Durante ese período, un 70 % de los jubilados indicó que se había jubilado según lo previsto inicialmente, un 23 % lo hizo antes de lo previsto y un 7 % más tarde (gráfico D). De estos porcentajes se deduce que la mayor parte de los trabajadores que se jubilaron apenas se vieron afectados por la pandemia. En cambio, el 38 % de los que se jubilaron antes de lo previsto afirmó haberlo hecho por la pandemia. Así pues, del 5,5 % de todos los trabajadores activos que se acogieron a la jubilación tras el estallido de la pandemia, un 8,7 % lo hicieron de forma anticipada directamente como consecuencia de esta. Ello equivale aproximadamente a tan solo el 0,5 % de la población activa de entre 55 y 74 años, o unas 175.000 personas, lo que está en consonancia con el aumento marginal de las jubilaciones observado en los datos agregados. Al mismo tiempo, únicamente un porcentaje muy reducido de trabajadores de más edad se jubiló más tarde de lo previsto debido a la pandemia, lo que sugiere que la mayoría de ellos no atenuaron los efectos derivados de la intensificación de la incertidumbre económica posponiendo su jubilación<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> En este documento se utilizan datos procedentes de la novena ola de SHARE (10.6103/SHARE.w9ca800); para información detallada sobre la metodología de SHARE, véase A. Börsch-Supan *et al.*, «Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE)», *International Journal of Epidemiology*, vol. 42, número 4, agosto de 2013, pp. 992-1001.

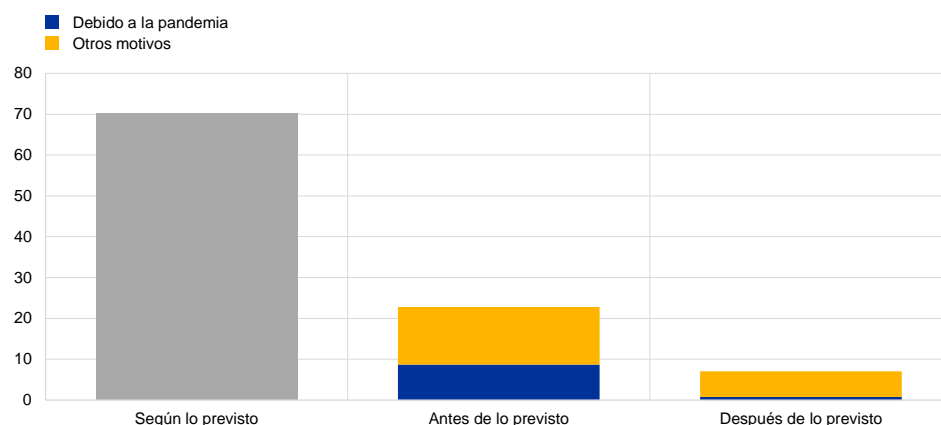
La recopilación de datos de SHARE ha sido financiada por la DG RTD de la Comisión Europea a través del FP5 (QLK6-CT-2001-00360), el FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), el FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) y Horizonte 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) y por la DG Empleo, Asuntos Sociales e Inclusión a través de VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 y VS 2020/0313. Se agradece la financiación adicional proporcionada por el Ministerio de Educación e Investigación alemán, la Max Planck Society for the Advancement of Science, el National Institute on Aging estadounidense (U01\_AG09740-13S2, P01\_AG005842, P01\_AG08291, P30\_AG12815, R21\_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG\_BSR06-11, OGHA\_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A), así como por varias fuentes de financiación nacionales (véase [www.share-project.org](http://www.share-project.org)).

<sup>7</sup> Véanse los recuadros titulados «El COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020, y «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021, en los que se señala que el COVID-19 ha motivado un fuerte aumento del ahorro de los hogares. Este puede ser un factor mitigador fundamental del temor a futuros riesgos de pérdidas de ingresos, que es un importante determinante de las decisiones sobre el momento de la jubilación.

## Gráfico D

### El COVID-19 y las decisiones sobre el momento de jubilarse de los trabajadores de más edad

(porcentajes)



Fuente: Novena ola de la Encuesta de Salud, Envejecimiento y Jubilación en Europa (SHARE).

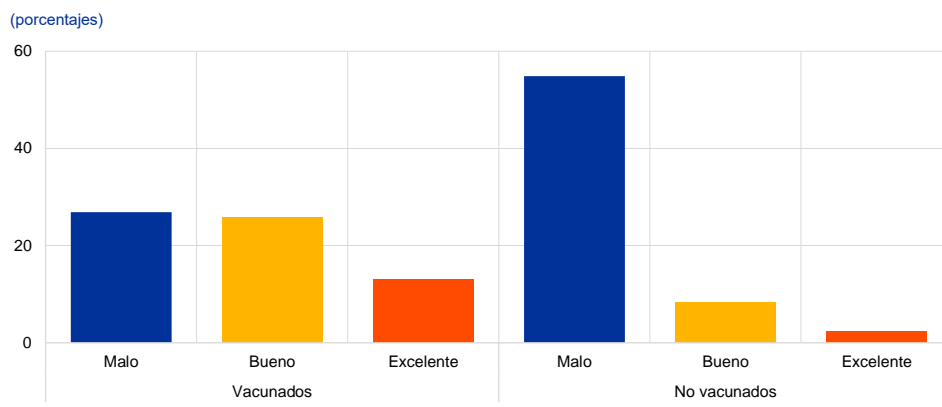
### Los trabajadores con una salud relativamente peor fueron los que más se jubilaron de forma anticipada, debido a la percepción de aumento de los riesgos para la salud derivados de la pandemia.

Factores como las características sociodemográficas o de salud son relevantes a la hora de analizar las decisiones de jubilación de los trabajadores de más edad<sup>8</sup>. Un factor destacado que se asocia a las jubilaciones anticipadas es la valoración que hace la persona de su propio estado de salud (gráfico E). Tras el estallido de la pandemia, en torno al 30 % de los trabajadores de más edad que consideraban que su salud era relativamente mala se jubilaron antes de lo previsto en un principio. En cambio, solo el 12 % de los que afirmaban gozar de una salud excelente se jubilaron de forma anticipada. Estos patrones son mucho más pronunciados en el caso de los trabajadores que no se han vacunado contra el COVID-19. Entre los trabajadores de más edad sin vacunar, más de la mitad de los que tenían mala salud se acogieron a la jubilación antes de lo previsto, mientras que menos del 10 % de los que gozaban de buena salud y menos del 5 % de los que disfrutaban de una salud excelente terminaron jubilándose anticipadamente. Estos resultados subrayan la existencia de un vínculo importante entre el estado de salud de los trabajadores y sus decisiones de jubilación.

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, H. Beydoun, M. Beydoun, J. Weiss, R. Gautam, S. Hossain, B. Alemu y A. Zonderman, «Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study», *Scientific Reports* 12, artículo número 4396, 2022.

### Gráfico E

Porcentaje de jubilados que se jubilaron antes de lo previsto tras el estallido de la pandemia, por estado de salud y situación vacunal



Fuente: Novena ola de la Encuesta de Salud, Envejecimiento y Jubilación en Europa (SHARE).

Notas: Los datos ponderados de SHARE son representativos de la población de 50 años o más. El estado de salud se define como «excelente» cuando los encuestados indican que gozan de una salud muy buena o excelente (26,2 % de la población de más edad), «bueno» cuando señalan que su estado de salud es bueno (43,9 %) y «malo» cuando declaran tener un estado de salud regular o malo (29,9 %). Entre los trabajadores de más edad con mala salud, el 86,3 % indicó que se había vacunado, mientras que la tasa de vacunación se situaba en el 87 % en el caso de los encuestados de más edad con un buen estado de salud y en el 84,7 % en el de aquellos que gozaban de una salud excelente.

**En conjunto, este análisis concluye que la evolución de la actividad laboral de los trabajadores de más edad estuvo determinada, hasta cierto punto, por un cambio en las decisiones de jubilación inducido por la pandemia.** La pandemia hizo que la actividad laboral de los trabajadores de más edad en la zona del euro disminuyera de forma transitoria y adelantó el momento en el que unos 175.000 trabajadores decidieron jubilarse. Esta cifra relativamente reducida sugiere que, frente a la evolución observada en Estados Unidos, la pandemia no tuvo un impacto muy sustancial en las decisiones de jubilación de los trabajadores de más edad en la zona del euro, aunque parece que la preocupación por la salud influyó en su decisión sobre el momento de jubilarse. Estos resultados son importantes para analizar el mercado de trabajo de la zona del euro, ya que demuestran que las grandes perturbaciones sanitarias de carácter exógeno se transmiten a la actividad económica. Ello pone de relieve el papel potencial de las políticas estructurales para reforzar la capacidad de resistencia de la población activa de la zona del euro mejorando la salud de los trabajadores o promoviendo un entorno laboral orientado a la salud.

### 3 ¿Las expectativas de una minoría determinan las del resto? Análisis detallado de la evolución reciente de la distribución de las expectativas de inflación

Lucyna Górnicka y Aidan Meyler

Tras haberse situado por debajo del 2 % durante el período que abarca desde el primer trimestre de 2019 hasta el segundo trimestre de 2021, la distribución de las expectativas de inflación a largo plazo procedentes de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE se ha vuelto a centrar más recientemente en torno al 2 %, y ahora es bastante similar a la distribución media del período comprendido entre el tercer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2014 (gráfico A)<sup>1,2</sup>. Sin embargo, se observa una diferencia llamativa: una «cola» perceptible de encuestados señala ahora expectativas de inflación a largo plazo del 2,5 % o más elevadas. En la EPE correspondiente al tercer trimestre de 2022, este grupo aumentó hasta alcanzar el 17 % (lo que representa ocho de los 46 participantes en la encuesta que indicaron expectativas de inflación a largo plazo)<sup>3</sup>. En este recuadro se analizan con más detalle las expectativas de los encuestados que se sitúan en esta cola superior para entender si su reciente engrosamiento general podría ser un presagio de un desplazamiento del resto de la distribución<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> El panel de la EPE del BCE, que se creó en 1999, está compuesto por expertos en previsión macroeconómica que trabajan en Europa. En la actualidad incluye entre 75 y 80 instituciones, y en cada encuesta suelen responder alrededor de 60, de las cuales un promedio del 75 % —45 instituciones— proporcionan expectativas de inflación a largo plazo.

<sup>2</sup> Se ha elegido este período de referencia porque comienza tras la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE en 2003, en la que se aclaró el objetivo de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En 2014 (cuando el BCE puso en marcha su programa de compras de activos), el número de participantes en la encuesta que indicaron expectativas del 2 % se redujo y el de los que comunicaron expectativas del 1,7 % aumentó.

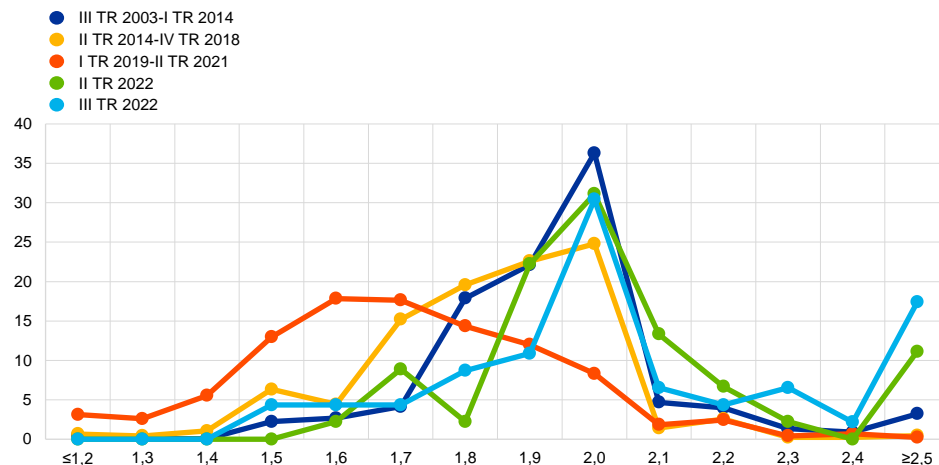
<sup>3</sup> Nunca antes más del 10 % de los participantes en la EPE habían señalado expectativas de inflación a largo plazo del 2,5 % o mayores. El único otro período (que abarca más de una encuesta) en el que más del 5 % de los encuestados indicaron expectativas de inflación a largo plazo del 2,5 % o por encima de ese nivel fue el comprendido entre el segundo trimestre de 2011 y el tercer trimestre de 2013 (entre el 7 % y el 9 % de los participantes, es decir, entre tres y cuatro).

<sup>4</sup> Para consultar un artículo que sostiene que los desplazamientos de la distribución de la sección cruzada de las expectativas de inflación podrían ser indicadores de alerta temprana de un desanclaje, véase R. Reis, «[Losing the Inflation Anchor](#)», *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 9 de septiembre de 2021.

## Gráfico A

### Histograma de las expectativas de inflación a largo plazo en la EPE del BCE

(eje de ordenadas: porcentaje de encuestados; eje de abscisas: porcentaje de inflación)



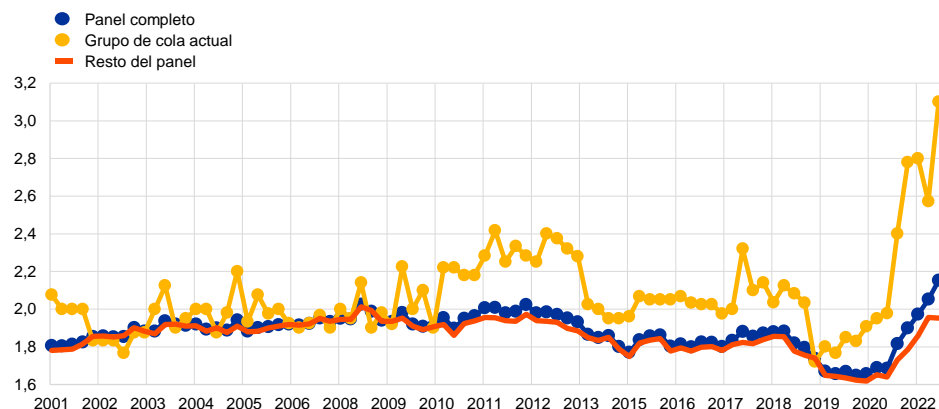
Notas: En la EPE se pide a los encuestados que indiquen sus previsiones puntuales y que, por separado, asignen probabilidades a distintos intervalos de resultados. Este gráfico muestra la dispersión de las previsiones puntuales señaladas en las respuestas.

**Desde 2010, las expectativas de inflación a largo plazo del grupo situado actualmente en la cola de la distribución han sido más elevadas y han presentado mayor volatilidad que las del resto de encuestados (gráfico B).** En promedio, las expectativas de inflación de dicho grupo han sido 0,3 puntos porcentuales superiores a las del resto (2,15 % frente al 1,85 %). Sin embargo, en las cuatro últimas encuestas, la brecha se ha ampliado. La volatilidad (medida por la desviación típica) de las expectativas de inflación en el tramo más alto de la distribución también ha sido mucho mayor desde 2010 (0,3 puntos porcentuales frente a 0,1 puntos porcentuales). No obstante, dado el tamaño reducido de la muestra (en la encuesta más reciente respondieron ocho participantes, pero desde 2010 venían respondiendo solo cinco, en promedio), es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar estos datos.

## Gráfico B

### Evolución de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE del BCE

(tasas de variación interanual)



Nota: «Grupo de cola actual» se refiere a los ocho participantes en la encuesta que señalaron expectativas de inflación a largo plazo del 2,5 % o más elevadas en la encuesta correspondiente al tercer trimestre de 2022.



**El grupo de cola actual espera que el fuerte aumento que registra la inflación en la actualidad sea más persistente.** Las razones de ello pueden explorarse considerando las expectativas más recientes del grupo con respecto a otras variables. En el cuadro A solo se presentan las expectativas a largo plazo para otras variables, pero el perfil temporal completo es ilustrativo. El grupo de cola espera que el actual pico de inflación general perdure más tiempo y también espera una inflación subyacente más elevada y persistente que el resto de participantes en la EPE. Esto queda reflejado en las expectativas de inflación general y subyacente más elevadas del tramo más alto de la distribución para los distintos horizontes, tanto a corto como a largo plazo. Las expectativas de costes laborales de este grupo son mayores a partir del siguiente año natural y las expectativas relativas a la tasa de desempleo son, por lo general, más bajas (es decir, acordes con un mayor tensionamiento del mercado de trabajo a largo plazo) que las del resto del panel. No existe una relación clara con las expectativas de crecimiento del PIB real para ninguno de los dos grupos. En general, las diferencias observadas en las expectativas con respecto a la tasa de desempleo, aunque son coherentes con la opinión de que aumentarán las tensiones en el mercado laboral, no parecen ser de una magnitud suficiente para explicar la amplia brecha que existe entre las expectativas de inflación a largo plazo del grupo de cola y las de otros expertos en previsión económica.

#### Cuadro A

Expectativas a largo plazo de variables macroeconómicas en la EPE del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2022

	Inflación medida por el IAPC	Inflación medida por el IAPCX	Crecimiento del PIB real	Tasa de desempleo	Crecimiento de costes laborales
<b>Grupo de cola</b>	3,1 %	3,2 %	1,8 %	6,1 %	4,3 %
(excluido valor atípico extremo)	(2,6 %)	(2,5 %)	(1,6 %)	(6,2 %)	(3,0 %)
<b>Número de encuestados</b>	8	5	8	7	4
<b>Resto del panel</b>	2,0 %	1,9 %	1,4 %	6,4 %	2,5 %
<b>Número de encuestados</b>	38	25	35	30	12
<b>Panel completo</b>	2,2 %	2,2 %	1,5 %	6,4 %	3,0 %
(excluido valor atípico extremo)	(2,1 %)	(2,0 %)	(1,5 %)	(6,4 %)	(2,6 %)
<b>Número de encuestados</b>	46	30	43	37	16

Nota: Los porcentajes que aparecen entre paréntesis indican el valor excluyendo un valor atípico extremo, mientras que los que figuran sin paréntesis incluyen ese valor atípico.

**Los expertos en previsión económica que señalan actualmente las expectativas de inflación a largo plazo más elevadas han tendido a mostrar mayor sensibilidad a la inflación observada en el pasado.** Cuando se valoran las correlaciones con la inflación y el crecimiento (tanto los valores observados como las expectativas a corto plazo) a lo largo del tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo parecen estar más correlacionadas con la inflación observada y con expectativas a corto plazo entre los encuestados que pertenecen al grupo de cola que entre el resto de expertos en previsión económica, mientras que no existe un

vínculo claro con el crecimiento observado ni con las expectativas de crecimiento a corto plazo en ninguno de los dos grupos<sup>5</sup>.

**Por último, ¿las expectativas del grupo de cola determinan las del resto de participantes en la encuesta?** Esto puede dilucidarse mediante pruebas de causalidad de Granger de las expectativas medias del tramo más alto de la distribución, para el largo plazo y a un año, frente a las del resto del panel<sup>6</sup>. Este análisis no ofrece evidencia clara que demuestre la causalidad de Granger en ninguna dirección: dicho de otro modo, la cola, históricamente, no parece haber determinado el resto de la distribución.

**Por tanto, el análisis de este recuadro sugiere que las expectativas del grupo de cola no se han traducido en cambios de las expectativas del resto de expertos en previsión económica.** Algunos estudios recientes sostienen que la cola derecha de la distribución de expertos en previsión económica está compuesta por los que aprenden rápido, identificados como aquellos encuestados que están atentos a los nuevos datos y a las noticias<sup>7</sup>. Según este punto de vista, los expertos que actualizaron antes sus valoraciones económicas y supuestos lograron prever mejor el futuro. Los resultados obtenidos del análisis sugieren que los encuestados que componen el tramo más alto de la distribución son más sensibles a la evolución actual de los acontecimientos que otros expertos en previsión económica y es posible que estén extrapolando al largo plazo la dinámica de la inflación a corto plazo con mayor intensidad y persistencia.

---

<sup>5</sup> Esta valoración se confirma con regresiones —para cada experto en previsión económica— de las expectativas de inflación a largo plazo sobre los datos observados en el pasado de inflación, crecimiento del PIB y empleo (controlando por efectos fijos de experto en previsión). Si bien tanto el grupo de cola como el resto del panel responden a la inflación observada, el primero lo hace en una medida considerablemente mayor que el segundo: un incremento de 1 punto porcentual de la inflación aumenta las expectativas de inflación a largo plazo del grupo de cola en 0,2 puntos porcentuales frente a solo 0,03 puntos porcentuales en el caso del resto del panel.

<sup>6</sup> C. W. J. Granger, «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods», *Econometrica*, 1969.

<sup>7</sup> R. Reis, «[Inflation expectations: rise and responses](#)», discurso pronunciado en el Foro del BCE sobre Banca Central, 29 de junio de 2022.

## 4 El impacto de la subida de los tipos de interés hipotecarios en el mercado de la vivienda de la zona del euro

Niccolò Battistini, Johannes Gareis y Moreno Roma

**Los tipos de interés de los préstamos hipotecarios de la zona del euro han aumentado significativamente desde comienzos de 2022, tras situarse en un mínimo histórico en 2021.** En los dos últimos años, el mercado de la vivienda de la zona del euro se ha caracterizado por su pujanza, respaldada por unos tipos hipotecarios favorables (gráfico A)<sup>1</sup>. El crecimiento agregado del precio de la vivienda en la zona se aceleró, pasando de una tasa interanual de alrededor del 4 % a finales de 2019 a cerca del 10 % en el primer trimestre de 2022 —el nivel más alto desde principios de 1991—. Al mismo tiempo, la inversión residencial se recuperó rápidamente tras el desplome que sufrió a causa de la pandemia en 2020 y se situó en torno a un 6 % por encima de los niveles precrisis en el primer trimestre de este año. El indicador sintético del coste de financiación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayó a un mínimo histórico del 1,3 % en septiembre de 2021 y se mantuvo básicamente sin variación hasta diciembre de 2021<sup>2</sup>. Sin embargo, los tipos de interés hipotecarios aumentaron significativamente —63 puntos básicos— en la primera mitad del año en curso, y este fue el incremento semestral más elevado registrado hasta entonces.

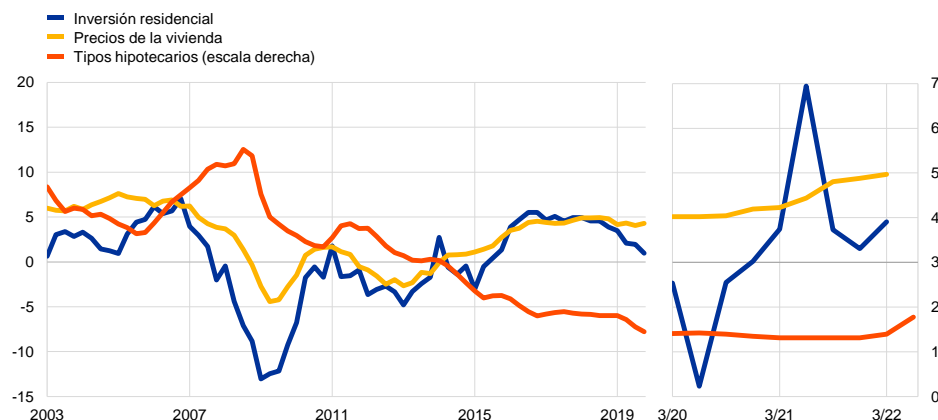
<sup>1</sup> Para obtener un análisis de la evolución del mercado de la vivienda de la zona del euro durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), véase el artículo titulado «[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021. Para una descripción de los riesgos del mercado de la vivienda, véase D. Igan, E. Kohlscheen y P. Rungcharoenkitkul, «[Housing market risks in the wake of the pandemic](#)», *BIS Bulletin*, n.º 50, BPI, marzo de 2022.

<sup>2</sup> En este recuadro, tipos hipotecarios se refiere al indicador sintético del coste de financiación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

## Gráfico A

### Inversión residencial, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Los tipos hipotecarios se refieren al indicador sintético del coste de financiación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y se expresan en medias trimestrales.

### La evidencia empírica sugiere que la dinámica del mercado de la vivienda es muy sensible a los tipos hipotecarios.

Se utiliza un marco de proyección local lineal para arrojar luz sobre el impacto que tienen las subidas de los tipos de interés hipotecarios sobre los precios de la vivienda y la inversión residencial en la zona del euro<sup>3</sup>. De acuerdo con el modelo estimado, un aumento de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario genera, suponiendo que el resto de factores no cambian, un descenso de los precios de la vivienda de alrededor del 5 % después de aproximadamente dos años (gráfico B)<sup>4</sup>. Sin embargo, el mismo incremento en el tipo hipotecario tiene un impacto mayor en la inversión residencial y se traduce en una caída del 8 % tras un período aproximado también de dos años.

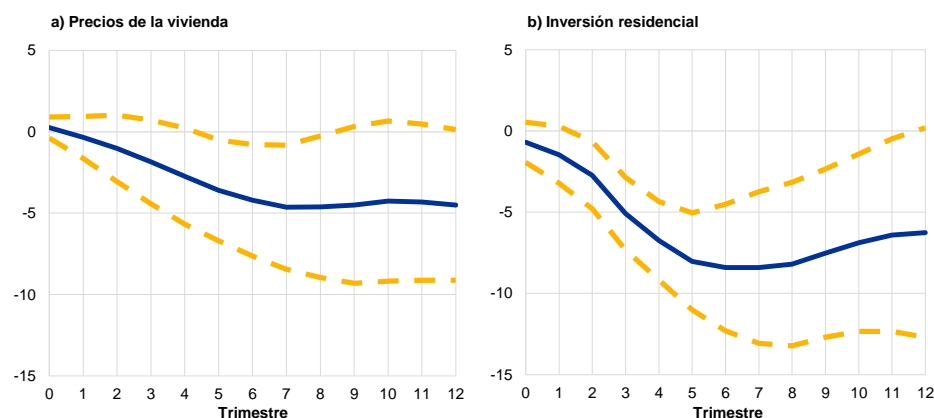
<sup>3</sup> El modelo incluye retardos para cada variable relativa a la vivienda, así como retardos para un conjunto de variables adicionales que controlan por la situación de la economía y por las condiciones en los mercados financieros y de crédito, como PIB real, IAPC, tipo de interés a corto plazo y préstamos para adquisición de vivienda. Estas variables de control se incluyen también hasta el retardo cero, de forma que la sensibilidad estimada de los precios de la vivienda y de la inversión residencial a cambios en los tipos hipotecarios solo refleja el impacto de una «perturbación en los diferenciales hipotecarios» que obedece a cualquier otro factor no capturado por las variables de control como, por ejemplo, cambios en el nivel de riesgo de los prestatarios y primas por plazo para los tipos a largo plazo. Para un modelo similar para el mercado de la vivienda en Estados Unidos, véase H. Liu, D. Lucca, D. Parker y G. Rays-Wahba, «[The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, septiembre de 2021.

<sup>4</sup> Todas las variables del modelo se expresan en valores logarítmicos multiplicados por 100, salvo los tipos de interés, que se expresan en porcentajes. Por tanto, la sensibilidad estimada de los precios de la vivienda y de la inversión residencial mide la variación porcentual de los precios de la vivienda y de la inversión residencial en respuesta a una variación de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario. Es lo que se denomina comúnmente «semielasticidad».

## Gráfico B

### Semielasticidades estimadas de los precios de la vivienda y la inversión residencial a un aumento de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos muestran semielasticidades estimadas «suavizadas» de los precios de la vivienda y la inversión residencial a un aumento de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario, utilizando proyecciones locales lineales. Las proyecciones incluyen el PIB real, el IAPC, un tipo de interés a corto plazo y los préstamos para adquisición de vivienda como variables de control y se estiman para el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el último trimestre de 2019 (es decir, excluyendo el período de la crisis del COVID-19). «Suavizadas» se refiere a medias móviles de tres períodos centradas de las semielasticidades estimadas, excluyendo los puntos iniciales y finales. Las líneas discontinuas se refieren a los intervalos de confianza del 90 %.

**El impacto de la subida de los tipos hipotecarios sobre los precios de la vivienda y la inversión residencial es mayor en un entorno de tipos de interés bajos.** El modelo de valoración de activos sugiere que cuanto más reducido es el nivel de los tipos hipotecarios, más sensibles son los precios de la vivienda a variaciones en dichos tipos, porque unos tipos de interés hipotecarios más bajos generan mayores efectos de descuento sobre los alquileres y precios futuros<sup>5</sup>. Esta mayor sensibilidad de los precios de la vivienda puede implicar también, a su vez, una mayor sensibilidad de la inversión residencial a través de los efectos sobre la rentabilidad de la vivienda y sobre su valor como garantía, dado que ambos son determinantes importantes de la inversión residencial y se ven afectados por los movimientos de los precios de la vivienda<sup>6</sup>. Para capturar esta no linealidad, el modelo se ajusta para incluir un indicador que controla por el nivel de los tipos hipotecarios<sup>7</sup>. Los resultados de este modelo no lineal muestran que, en un entorno de tipos de interés bajos, la caída estimada de los precios de la vivienda y de la inversión residencial en respuesta a un aumento de 1 punto porcentual en el tipo

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, C. Himmelberg, C. Mayer y T. Sinai, «Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n.º 4, otoño de 2005, pp. 67-92.

<sup>6</sup> Para un análisis de la relación entre la rentabilidad de la vivienda y la inversión residencial, véase, por ejemplo, G. D. Jud y D. T. Winker, «The Q Theory of Housing Investment», *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, n.º 27, noviembre de 2003, pp. 379-392.

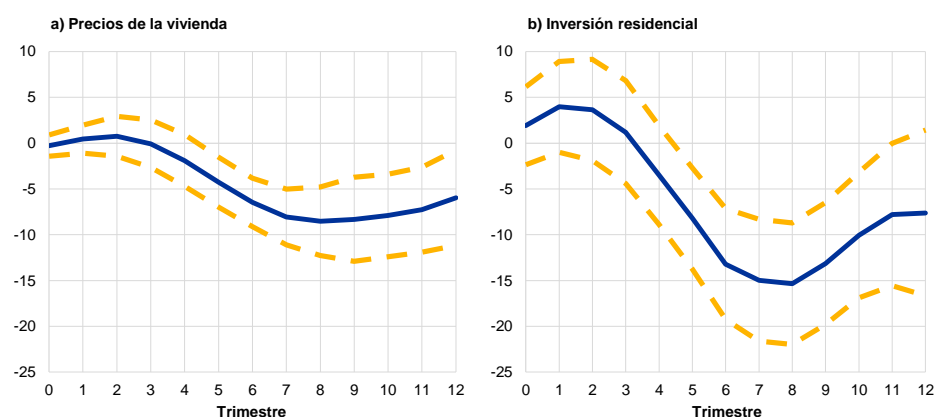
<sup>7</sup> Concretamente, el indicador mide la probabilidad de estar en un entorno de tipos de interés bajos y se determina mediante una función logística, en la que la media móvil de doce trimestres del tipo hipotecario es la variable de estado y el umbral del entorno de tipos de interés bajos se fija en la mediana de esta variable, lo que implica un tipo de interés del 4,5 %. El parámetro de velocidad de transición se fija en 5. Para las diferentes aplicaciones de esta técnica, véase, por ejemplo, A. J. Auerbach e Y. Gorodnichenko, «Fiscal Multipliers in Recession and Expansion», en A. Alesina y F. Giavazzi (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, pp. 63-102, y también S. Tenreyro y G. Thwaites, «Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n.º 4, octubre de 2016, pp. 43-74.

hipotecario es de alrededor del 9 % y del 15 %, respectivamente, después de unos dos años. Estas caídas son en torno al doble de las resultantes aplicando el modelo lineal (gráfico C)<sup>8</sup>.

### Gráfico C

Semielasticidades estimadas de los precios de la vivienda y la inversión residencial a un aumento de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario en un entorno de tipos de interés bajos

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos muestran semielasticidades estimadas «suavizadas» de los precios de la vivienda y la inversión residencial a un aumento de 1 punto porcentual en el tipo hipotecario en un entorno de tipos de interés bajos, utilizando proyecciones locales no lineales. Las proyecciones incluyen el PIB real, el IAPC, un tipo de interés a corto plazo y los préstamos para adquisición de vivienda como variables adicionales y se estiman para el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el último trimestre de 2019 (es decir, excluyendo el período de la crisis del COVID-19). «Suavizadas» se refiere a medias móviles de tres periodos centradas de las semielasticidades estimadas, excluyendo los puntos iniciales y finales. Las líneas discontinuas se refieren a los intervalos de confianza del 90 %.

**Sin embargo, la evolución del mercado de la vivienda no solo se ve afectada por los tipos de interés hipotecarios, sino también por otros factores, como los de carácter estructural.** Si bien la evidencia empírica obtenida de las proyecciones locales apunta a correcciones a la baja potencialmente sustanciales para el mercado de la vivienda de la zona del euro, deben considerarse también otros factores, no capturados por los modelos. Estos factores podrían elevar la incertidumbre en torno a las perspectivas de dicho mercado<sup>9</sup>. Tras la pandemia de

<sup>8</sup> Para más evidencia de la mayor sensibilidad de la evolución del mercado de la vivienda en la zona del euro a las variaciones en los tipos hipotecarios en un entorno de tipos de interés bajos, véase el recuadro titulado «Drivers of rising house prices and the risk of reversal», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2022, que sugiere que los precios reales de la vivienda bajan 280 puntos básicos más en respuesta a un incremento de 1 punto porcentual en los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios con respecto a los niveles actuales cuando se tienen en cuenta las relaciones no lineales. También se confirma, aunque de forma mucho más débil, un impacto mayor con tipos de interés bajos mediante simulaciones que emplean el modelo ECB-BASE. Para el modelo ECB-BASE, véase E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli, y S. Zimic, «Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, septiembre de 2019. En relación con las proyecciones locales no lineales, es importante señalar la preocupación por la endogeneidad de la variable de estado planteada recientemente en S. Gonçalves, A. M. Herrera, L. Kilian y E. Pesavento, «When Do State-Dependent Local Projections Work?», *Research Department Working Papers*, n.º 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, mayo de 2022. Para abordar esta preocupación, la variable de estado se basa en el supuesto de un retardo prolongado (véase la nota al pie anterior).

<sup>9</sup> Entre otros factores, el atractivo de la inversión en vivienda es probable que disminuya, dada la estabilidad relativa de la rentabilidad de los alquileres en comparación con el aumento observado en los rendimientos de los bonos. Sin embargo, una inflación más elevada, que inclina la distribución de las carteras hacia los activos inmobiliarios, como la vivienda, podría mitigar en parte este efecto.

COVID-19, parece que los hogares ahora valoran más los inmuebles más espaciosos que permiten a sus habitantes trabajar desde casa y se sienten más atraídos por ubicaciones más alejadas de la oficina<sup>10</sup>. La evidencia preliminar apunta a un aumento mayor de los precios de las viviendas unifamiliares aisladas (VUA) desde la pandemia de COVID-19 en algunos de los países de la zona del euro para los que se dispone de datos (panel a del gráfico D). Además, los precios en la zona del euro se han incrementado más para los inmuebles situados fuera de las capitales desde la pandemia, y la proporción de población de la zona del euro que vive en viviendas unifamiliares aisladas aumentó en 2020 (panel b del gráfico D)<sup>11</sup>. La preferencia por más espacio podría respaldar también la inversión residencial. Los cambios de preferencias en torno a la vivienda inducidos por la pandemia podrían contrarrestar las subidas de los tipos hipotecarios y explicar una parte de la resiliencia que se ha observado en el mercado de la vivienda de la zona del euro.

---

<sup>10</sup> Véase, por ejemplo, M. Bottero, M. Bravi, C. Caprioli, F. Dell'Anna, M. Dell'Ovo y A. Oppio, «New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment», *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, septiembre de 2021, pp. 120-129, y también F. Tajani, P. Morano, F. Di Liddo, M. R. Guarini y R. Ranieri, «The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)», *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, septiembre de 2021, pp. 50-62.

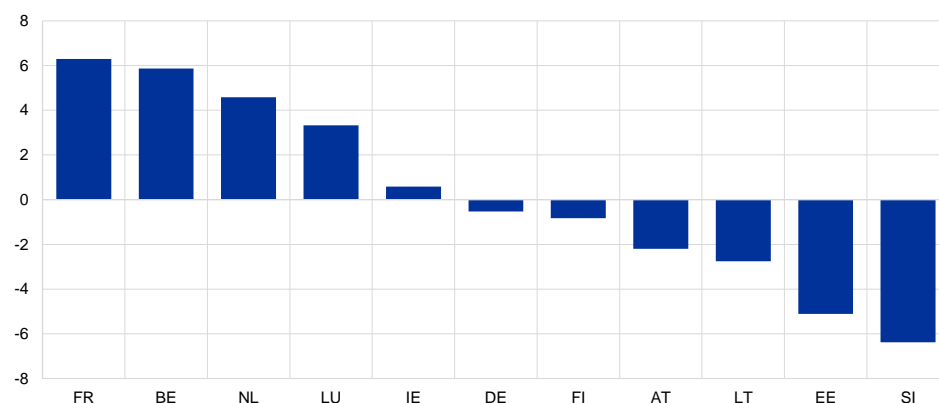
<sup>11</sup> Conviene señalar que dichos cambios de preferencias afectan a los precios inmobiliarios relativos, más que a los agregados.

## Gráfico D

Aumento de los precios de las VUA en comparación con los de las casas pareadas, precios de la vivienda agregados en la zona del euro y precios de la vivienda en las capitales de la zona del euro, y proporción/variación en la proporción de población que vive en VUA

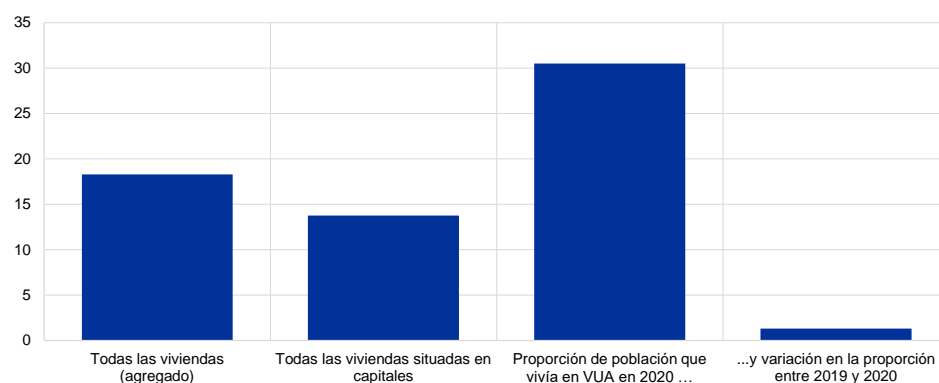
### a) Aumento de los precios de las viviendas unifamiliares aisladas en comparación con los de las casas pareadas

(diferencias en puntos porcentuales desde el primer trimestre de 2020)



### b) Precios de la vivienda en la zona del euro y proporción/variación en la proporción de población que vive en viviendas unifamiliares aisladas

(variaciones porcentuales de los precios desde el primer trimestre de 2021; proporción de la población en relación con la población total, variación en puntos porcentuales en la proporción de población)



Fuentes: OCDE, BPI, Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Para Alemania y Bélgica, los datos corresponden a la diferencia entre los precios de las viviendas unifamiliares y de los pisos. Los datos de Alemania, Estonia, Irlanda y Lituania se refieren a todas las viviendas (nuevas y usadas), mientras que para otros países se refieren a las viviendas usadas. La última observación corresponde al primer trimestre de 2022, excepto para Luxemburgo, Austria y Finlandia, que corresponde al último trimestre de 2021. Panel b: La serie agregada de precios de la vivienda en la zona del euro es una media ponderada por el PIB e incluye a Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Finlandia.



## 5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 20 de abril y el 26 de julio de 2022

Ioana Duca-Radu y Juliane Kinsele

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2022.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 20 de abril de 2022 y el 26 de julio de 2022 (el «período de referencia»).

**El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 34,1 mm de euros durante el período de referencia y alcanzó un nivel récord de 4.523,1 mm de euros.** El incremento estuvo impulsado principalmente por las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de activos (APP) y se vio parcialmente compensado por el incremento de los factores autónomos netos, registrado sobre todo en el tercer período de mantenimiento, mientras que el exceso medio de liquidez disminuyó durante el cuarto período de mantenimiento, debido fundamentalmente a los reembolsos de la serie TLTRO III y a la finalización de las compras netas al amparo del APP el 1 de julio de 2022.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades medias diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron en 25,3 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.602,8 mm de euros.** Este aumento obedeció casi en su totalidad al incremento de 21,6 mm de euros de los factores autónomos netos, que alcanzaron los 2.443,7 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en tan solo 3,7 mm de euros, hasta los 159,1 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un alza de 63,4 mm de euros, hasta situarse en 3.385,3 mm de euros, como consecuencia del incremento observado en otros factores autónomos y en los billetes en circulación.** Otros factores autónomos (véase el cuadro A para más información) aumentaron en 42,3 mm de euros en el período analizado y alcanzaron los 1.145,7 mm de euros. Los billetes en circulación se incrementaron en 33,6 mm de euros, hasta los 1.596,9 mm de euros, lo que indica una vuelta a los patrones previos a la pandemia. El crecimiento de la demanda por motivos de precaución en algunas jurisdicciones como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania se estabilizó al final del segundo período de mantenimiento. Por tanto, la media del primer y el segundo período de mantenimiento no siguió su comportamiento estacional habitual, que suele caracterizarse por un retorno de los billetes tras las Navidades y el final del año. Los

depósitos de las Administraciones Públicas disminuyeron solo ligeramente, en 12,4 mm de euros en promedio, y se mantuvieron en una media de 642,7 mm de euros. Esta evolución contrasta con el promedio máximo de 749 mm de euros alcanzado en el sexto período de mantenimiento de 2020, cuando los Gobiernos de la zona del euro aumentaron sus colchones de liquidez por motivos de precaución en respuesta a la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la mayor incertidumbre en torno a los ingresos y los gastos.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 42 mm de euros y se situaron en 942 mm de euros.** Este incremento refleja principalmente un aumento de 38,1 mm de euros de los activos exteriores netos. En conjunto, el avance de los factores autónomos de absorción de liquidez compensó con creces esta evolución, por lo que los factores autónomos netos contribuyeron a que el exceso de liquidez disminuyera.

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

---

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

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 20 de abril de 2022 a 26 de julio de 2022						Período de referencia anterior: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 20 de abril a 14 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 15 de junio a 26 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	3.385,3	(+63,4)	3.346,9	(-8,6)	3.436,4	(+89,5)	3.321,9	(+149,9)
Billetes en circulación	1.596,9	(+33,6)	1.591,5	(+15,6)	1.604,0	(+12,4)	1.563,2	(+32,2)
Depósitos de las AAPP	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.145,7	(+42,3)	1.131,4	(+19,5)	1.164,9	(+33,5)	1.103,5	(+67,7)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>3.843,0</b>	<b>(+84,3)</b>	<b>3.888,3</b>	<b>(+117,8)</b>	<b>3.782,5</b>	<b>(-105,9)</b>	<b>3.758,7</b>	<b>(+85,7)</b>
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.893,2	(+57,6)	2.952,8	(+112,7)	2.833,6	(-119,2)	2.835,6	(+85,3)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	<b>159,1</b>	<b>(+3,7)</b>	<b>157,8</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>160,9</b>	<b>(+3,1)</b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>
<b>Tramo exento<sup>3)</sup></b>	<b>954,6</b>	<b>(+22,3)</b>	<b>946,6</b>	<b>(+5,9)</b>	<b>965,1</b>	<b>(+18,5)</b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>
<b>Facilidad de depósito</b>	<b>680,2</b>	<b>(-50,2)</b>	<b>681,3</b>	<b>(-33,5)</b>	<b>678,7</b>	<b>(-2,7)</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fuente: BCE.

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

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

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

3) El exceso de reservas exento y el no exento se explican en el [sitio web](#) del BCE.

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 20 de abril de 2022 a 26 de julio de 2022						Período de referencia anterior: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 20 de abril a 14 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 15 de junio a 26 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>	<b>936,3</b>	<b>(+27,6)</b>	<b>949,7</b>	<b>(+13,4)</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>
Activos exteriores netos	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Activos netos denominados en euros	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>7.125,9</b>	<b>(+59,5)</b>	<b>7.138,4</b>	<b>(+49,1)</b>	<b>7.109,1</b>	<b>(-29,3)</b>	<b>7.066,4</b>	<b>(+158,1)</b>
Operaciones de mercado abierto	7.125,9	(+59,5)	7.138,4	(+49,1)	7.109,1	(-29,3)	7.066,4	(+158,1)
Operaciones de crédito	2.178,3	(-22,5)	2.199,3	(-0,7)	2.150,3	(-49,0)	2.200,8	(-4,5)
OPF	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
OFPML a tres meses	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
Operaciones TLTRO III	2.174,6	(-22,6)	2.195,7	(-0,8)	2.146,4	(-49,4)	2.197,2	(-5,0)
Operaciones PELTRO	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Carteras en firme	4.947,6	(+82,0)	4.939,1	(+49,9)	4.958,8	(+19,7)	4.865,6	(+162,7)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Programa para los mercados de valores	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Programa de compras de valores públicos	2.579,8	(+54,2)	2.572,3	(+38,8)	2.589,8	(+17,6)	2.525,6	(+37,9)
Programa de compras de bonos corporativos	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.696,6	(+11,6)	1.698,8	(+1,5)	1.693,7	(-5,1)	1.685,1	(+115,1)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 20 de abril de 2022 a 26 de julio de 2022						Período de referencia anterior: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 20 de abril a 14 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 15 de junio a 26 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.602,8	(+25,3)	2.568,8	(-35,1)	2.648,0	(+79,2)	2.577,4	(+81,8)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	2.443,7	(+21,6)	2.411,1	(-36,1)	2.487,2	(+76,1)	2.422,1	(+81,2)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.523,1	(+34,1)	4.569,7	(+84,3)	4.461,1	(-108,5)	4.489,1	(+76,4)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 20 de abril de 2022 a 26 de julio de 2022						Período de referencia anterior: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 20 de abril a 14 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 15 de junio a 26 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
Índice RepoFunds Rate Euro	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Fuentes: BCE y CME Group.

Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

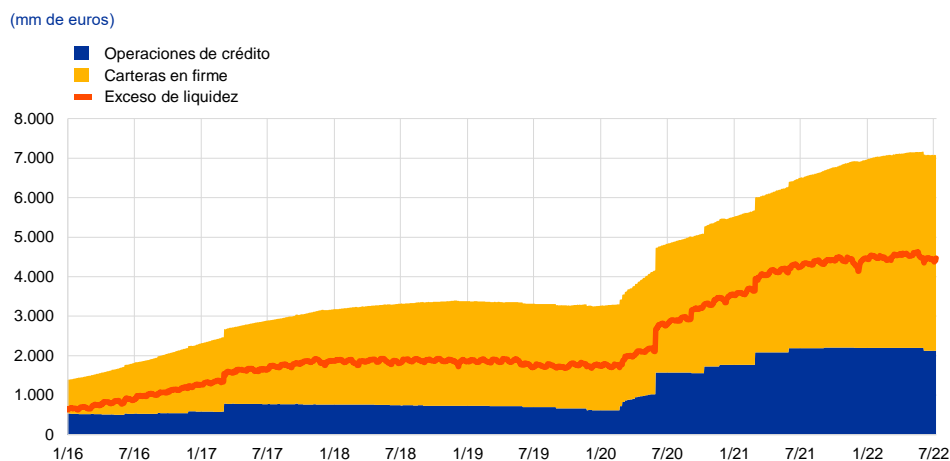
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 59,5 mm de euros, hasta un importe de 7.125,9 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Este

incremento se produjo principalmente en el tercer período de mantenimiento y se debió a la continuación de las compras netas en el marco del APP. Durante el cuarto período de mantenimiento, las compras netas finalizaron el 1 de julio y se liquidaron reembolsos voluntarios de operaciones TLTRO III, lo que se tradujo en una disminución del exceso de liquidez.

## Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 26 de julio de 2022.

#### La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 22,5 mm de euros durante el período de referencia.

Esta disminución obedeció, en gran medida, a los reembolsos voluntarios por importe de 74,1 mm de euros de operaciones TLTRO III realizados a finales de junio, cuyo efecto en las medias del período de referencia no se apreciará plenamente hasta el próximo período de mantenimiento. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguieron desempeñando un papel meramente marginal, y el recurso medio a estas operaciones registró un leve incremento —hasta 0,4 mm de euros en el caso de las primeras y hasta 0,2 mm de euros en el de las segundas— con respecto al período de referencia anterior.

#### Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 82 mm de euros, hasta situarse en 4.947,6 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del APP.

La evolución del APP estuvo determinada principalmente por las compras netas efectuadas en el marco del programa de compras de valores públicos, que experimentaron un alza de 54,2 mm de euros, en promedio, hasta un importe de 2.579,8 mm de euros. Las compras netas al amparo del programa de bonos corporativos se incrementaron, en promedio, en 14,5 mm de euros, hasta alcanzar los 341,1 mm de euros. Los otros programas del APP solo registraron variaciones marginales. Las tenencias de valores en el contexto del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) se situaron, en promedio, en 1.696,6 mm de euros. Aunque al final de marzo de 2022 se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del PEPP, se siguen reinvertiendo los importes de principal que van venciendo. Los valores que vencen mantenidos en programas no activos, como el programa para los mercados de valores, y el primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados, redujeron su volumen agregado en 1,4 mm de euros.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 34,1 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo máximo de 4.523,1 mm de euros (gráfico A).** Este aumento refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas (exceso de reservas) registraron un incremento de 84,3 mm de euros y se situaron en 3.843 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito se redujo, en promedio, en 50,2 mm de euros, hasta un importe de 680,2 mm de euros. El exceso de liquidez diario alcanzó un máximo el 14 de junio, último día del tercer período de mantenimiento, y fue de 4.622,4 mm de euros.

**El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos<sup>2</sup> se incrementó en 19,1 mm de euros, hasta un importe de 942,2 mm de euros. El tramo no exento del exceso de liquidez, que incluye la facilidad de depósito, experimentó un ligero aumento de 7,4 mm de euros, hasta alcanzar los 3.573,4 mm de euros.** La tasa de utilización agregada del tramo exento máximo, es decir, la ratio de las reservas exentas sobre el máximo que podría estar exento<sup>3</sup>, ha permanecido por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020. Durante el actual período de referencia se ha situado en el 98,7 %, ligeramente por debajo del 99 % registrado en el período de referencia anterior. En el período considerado, el exceso de reservas exento supuso el 20,8 % del exceso de liquidez total, frente al 20,6 % del período de referencia precedente.

## Evolución de los tipos de interés

**El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en -58,3 puntos básicos durante el período de referencia.** Como consecuencia del elevado exceso de liquidez, el €STR sigue siendo relativamente inelástico, incluso ante variaciones sustanciales de la liquidez. Los tipos oficiales del BCE —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia. La subida de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE se hizo efectiva una vez finalizado el período de referencia, y su impacto se revisará en el próximo recuadro sobre la situación de la liquidez.

**El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, también se mantuvo prácticamente inalterado en -64,6 puntos básicos.** Pese a que el nivel medio apenas varió, el comportamiento típico al final de trimestre fue especialmente pronunciado al final de junio, cuando el índice

<sup>2</sup> Se puede consultar información adicional sobre el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez en el [sitio web](#) del BCE.

<sup>3</sup> El importe máximo exento se calcula como la suma de las reservas mínimas y el tramo exento, que equivale a seis veces la cuantía de las reservas mínimas.

RepoFunds Rate Euro se situó en el  $-1,145\%$ , su nivel más bajo, excluidos los cierres de año, desde octubre de 2014.



## 6 Criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en los sistemas internos de evaluación del crédito del Eurosistema

Julia Körding y Florian Resch<sup>1</sup>

**Los sistemas internos de evaluación del crédito (ICAS, por sus siglas en inglés) han de tener en cuenta todos los factores de riesgo relevantes, entre ellos el cambio climático, para asegurar que los activos aportados como garantía en las operaciones de política monetaria siguen siendo adecuados.** El cambio climático y la transición a una economía más verde afectan al objetivo principal del BCE de mantener la estabilidad de precios, debido al impacto que tienen sobre la economía y sobre el perfil de riesgo y el valor de los activos en el balance del Eurosistema. El 8 de julio de 2021, el BCE publicó un [plan de actuación](#) acompañado de una [hoja de ruta](#) para incluir consideraciones climáticas en sus operaciones y su estrategia de política monetaria. Uno de los aspectos tratados en este último documento es la evaluación de los riesgos climáticos en las calificaciones crediticias de los activos de garantía. Al evaluar el riesgo de crédito han de tenerse en cuenta tanto los riesgos físicos como los de transición, dado que pueden afectar al crecimiento, al desempeño financiero, a la posición de mercado y al modelo de negocio de una empresa y, por tanto, a su solvencia. Por consiguiente, el Eurosistema ha elaborado criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en las calificaciones de los ICAS, que han sido acordados por el BCE y comenzarán a aplicarse al final de 2024, como [se anunció](#) el 4 de julio de 2022.

### ICAS – el sistema interno del Eurosistema para calificar los préstamos y créditos

**En el sistema de activos de garantía del Eurosistema, los ICAS desarrollados por siete bancos centrales nacionales de la zona del euro son una fuente importante para la evaluación del riesgo de crédito en activos de garantía no negociables (préstamos y créditos)<sup>2</sup>.** Las entidades de contrapartida pueden utilizar las calificaciones de los ICAS para movilizar préstamos concedidos a sociedades no financieras, incluidas pequeñas y medianas empresas (pymes), como activos de garantía; en la mayoría de los casos, estos no están cubiertos por agencias externas de calificación crediticia. Al final de 2021, los ICAS calificaban el 34 % del valor de los activos de garantía no negociables tras los recortes de valoración. Un conjunto de normas aplicadas en todo el Eurosistema asegura que siguen procesos armonizados e incorporan factores de riesgo clave relevantes en

<sup>1</sup> Este recuadro se basa en exhaustivos trabajos relativos al desarrollo de criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en las calificaciones de los ICAS. Además de las aportaciones mencionadas, también contribuyeron los siguientes colegas del BCE y de bancos centrales nacionales: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciummo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovannelli, A. Maldonado, F. Monterisi y S. Wukovits.

<sup>2</sup> Auria, Bingmer, Caicedo Graciano *et al.*, «[Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#)», *ECB Occasional Paper Series*, n.º 284, Frankfurt, octubre de 2021.

sus evaluaciones. En el proceso de calificación se utiliza un modelo estadístico que suele incluir ratios financieras, al que le sigue un análisis de expertos que abarca información cualitativa y datos cuantitativos adicionales. La evaluación que realizan los expertos consiste en un examen de las fortalezas y debilidades de la empresa, los vínculos entre la matriz y las filiales, una evaluación de la gestión y un análisis del entorno sectorial y económico. Los ICAS ya han empezado a reconocer el cambio climático como factor de riesgo en sus análisis. El Consejo de Gobierno del BCE ha acordado un conjunto de criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en el proceso de calificación, que se aplicarán al final de 2024.

## Principios básicos para incorporar los riesgos climáticos en las calificaciones de los ICAS

**Los criterios mínimos comunes estipulan que el análisis de los riesgos climáticos debe cumplir los mismos estándares rigurosos de calidad y fiabilidad que la evaluación de cualquier otro factor de riesgo y debe integrarse en el proceso habitual de calificación.** En los criterios se especifican los requerimientos exigidos para las fuentes de datos, la metodología y los procesos que deben utilizarse. Como las calificaciones de los ICAS se emplean en el marco del sistema europeo de evaluación del crédito como fuente para la evaluación del riesgo de crédito, los ICAS aplicarán el concepto de materialidad única, es decir, solo tendrán en cuenta los riesgos que sean relevantes y materiales para la solvencia de la empresa. En su evaluación distinguirán entre los riesgos de transición y los físicos, y considerarán los distintos canales de transmisión. El análisis deberá efectuarse a nivel de empresa evaluada siempre que se disponga de datos suficientes y fiables. La definición de riesgos climáticos y su incorporación en el proceso de calificación para evaluar su impacto financiero son acordes con las recomendaciones del Task Force on Financial Disclosure del Consejo de Estabilidad Financiera<sup>3</sup>.

**Las evaluaciones crediticias de los ICAS relativas a los riesgos climáticos se centrarán, principalmente, en las empresas más afectadas y en las que plantean el mayor riesgo para el Eurosistema por su tamaño, por lo que el análisis de estas será más exhaustivo.** La aplicación del principio de proporcionalidad está en consonancia con la mayor disponibilidad de datos que se espera con arreglo a la propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD, por sus siglas en inglés)<sup>4</sup>. Se analizarán los riesgos climáticos que afectan a la solvencia de las sociedades no financieras siguiendo el siguiente orden de prioridad:

- grandes empresas de sectores muy contaminantes;

<sup>3</sup> Task Force on Financial Disclosure, [Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#), Basilea, junio de 2017.

<sup>4</sup> Propuesta de una [Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad](#), abril de 2021.

- pymes de sectores muy contaminantes para las que se dispone de datos a nivel de empresa;
- otras grandes empresas;
- otras pymes para las que se dispone de datos a nivel de empresa.

En el caso de las demás empresas, se recomienda encarecidamente a los ICAS que lleven a cabo una evaluación a nivel sectorial/regional.

## Datos y metodologías para incorporar los riesgos climáticos

**Los ICAS tratarán de obtener información a nivel de empresa para evaluar los riesgos climáticos.** Cuando realizan sus evaluaciones, han de combinar datos sobre los factores de riesgo de una empresa (por ejemplo, los precios del carbono), su exposición al riesgo (como emisiones de gases de efecto invernadero) y su vulnerabilidad tras aplicar medidas de mitigación (por ejemplo, tecnología para reducir las emisiones) para cada tipo de riesgo climático. Disponer de información fiable y comparable sobre todos estos aspectos supondrá un desafío para los ICAS y para otras fuentes de evaluación del crédito, especialmente a corto plazo. Los requerimientos de divulgación de información propuestos en la CSRD representan un gran avance para abordar esta cuestión de manera armonizada. Los ICAS utilizarán la información divulgada por las empresas conforme a la CSRD como la principal fuente de datos sobre riesgos climáticos tan pronto como esté disponible. También se recomienda firmemente que obtengan datos a nivel de empresa de otras fuentes (por ejemplo, la información divulgada con arreglo a la Directiva de información no financiera<sup>5</sup> o el [régimen de comercio de derechos de emisión de la UE](#)) y que utilicen información sectorial o regional cuando no se puedan obtener datos a nivel de empresa.

**Los ICAS reconocen la dificultad de evaluar las implicaciones de los riesgos climáticos a más largo plazo en el horizonte de predicción de un año de sus calificaciones.** Tienen previsto abordar este problema metodológico actuando en dos fases. En la primera identificarán y evaluarán los riesgos climáticos relevantes para una empresa más allá del horizonte de predicción del riesgo de crédito, y en la segunda se centrarán en evaluar la materialidad de estos riesgos, es decir, la medida en la que afectan al riesgo de crédito a corto plazo de la empresa.

**Los métodos para evaluar los riesgos climáticos se basarán en las técnicas más avanzadas posibles.** Los ICAS considerarán la aplicación de metodologías y métricas basadas en divulgaciones armonizadas y estándares sectoriales, empleando además un enfoque prospectivo. Cuando divulguen información con arreglo a la CSRD, se espera que las empresas publiquen un conjunto extenso de

<sup>5</sup> [Directiva 2014/95/UE](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos (DO L 330 de 15.11.2014, p. 1).

indicadores basados en metodologías estandarizadas y comparables siempre que sea posible<sup>6</sup>. Estos datos pueden utilizarse directamente en métricas o pueden combinarse con información de otras fuentes. Como los efectos esperados de los riesgos climáticos son observables con menor frecuencia y severidad en los datos históricos, los métodos y métricas aplicados incluirán enfoques prospectivos. Estos se basarán en escenarios armonizados procedentes de estándares sectoriales, por ejemplo, los de la Network for Greening the Financial System (NGFS)<sup>7</sup>, para fomentar la coherencia en las evaluaciones realizadas por distintos ICAS.

**Las evaluaciones de riesgos climáticos efectuadas por los ICAS serán transparentes y objetivas.** Los ICAS documentarán sus fuentes de datos y el uso de estos, así como los métodos y procesos empleados para evaluar los riesgos climáticos. Para cada calificación, se documentará el resultado de la evaluación de los riesgos climáticos y el ajuste de la calificación crediticia de los ICAS que se derive de su consideración explícita. Esta información puede utilizarse en la revisión anual de la idoneidad de las evaluaciones del riesgo de crédito efectuadas por los ICAS y para apoyar las verificaciones de validez de las evaluaciones de los riesgos climáticos. Dada la falta de datos históricos para llevar a cabo pruebas retrospectivas (*back-testing*), es posible que las últimas queden limitadas a ejercicios de comparación y evaluaciones cualitativas a corto plazo.

## Aplicación y posterior desarrollo

**Los criterios mínimos comunes dirigidos a los ICAS constituyen un hito para incorporar mejor los riesgos climáticos en el sistema de activos de garantía del Eurosistema.** Al incluirlos explícitamente en las calificaciones, los criterios mínimos respaldan la evaluación coherente de esos riesgos y la aplicación de decisiones de gestión de riesgos relacionadas. En la actualidad, los ICAS están intensificando aún más su labor para incorporar los riesgos climáticos en sus evaluaciones. Todos los ICAS cumplirán los criterios mínimos comunes a partir del final de 2024. Se espera que la mayor disponibilidad de datos fiables y comparables y la mejora de los métodos se traduzcan en el desarrollo posterior de las mejores prácticas. Los ICAS se comprometen a continuar desarrollando, haciendo un seguimiento y contribuyendo a esta evolución y considerarán incorporar aspectos relacionados como los riesgos medioambientales y de biodiversidad. Por tanto, su objetivo será predicar con el ejemplo adoptando una cultura de evaluaciones crediticias que refleje de forma adecuada uno de los principales retos a los que nos enfrentamos actualmente: los riesgos climáticos.

---

<sup>6</sup> European Financial Reporting Advisory Group, [Climate standard prototype](#), Bruselas, septiembre de 2021.

<sup>7</sup> Network for Greening the Financial System, [NGFS Scenarios Portal](#).

# Artículo

## 1 Políticas fiscales para mitigar el cambio climático en la zona del euro

Mar Delgado-Téllez, Marien Ferdinandusse y Carolin Nerlich

### Introducción

**Mitigar el cambio climático es una cuestión apremiante que exige emprender iniciativas de política sostenidas y exhaustivas, incluyendo la aplicación de medidas fiscales.** En virtud del Pacto Verde Europeo, los Estados miembros se comprometieron a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en la UE en un 55 % —con respecto a los niveles de 1990— antes de 2030 y a alcanzar la neutralidad de carbono para 2050, en consonancia con el Acuerdo de París<sup>1</sup>. Para cumplir estos compromisos será preciso realizar esfuerzos adicionales en materia de políticas en muchos ámbitos, que deberán ser sostenidos y concentrarse en la primera parte del período<sup>2</sup>.

**Muchas de estas iniciativas para hacer frente al cambio climático tienen un claro componente fiscal.** Pueden relacionarse directamente con la política presupuestaria, sobre todo a través del gasto público o de la tributación, y tener también una influencia indirecta en los resultados macroeconómicos y fiscales. Por el lado de los ingresos, el régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE, los impuestos nacionales sobre el carbono y otros tributos nacionales medioambientales —como los impuestos especiales que gravan los combustibles fósiles— son políticas climáticas fundamentales en los países de la zona del euro que, directa o indirectamente, ponen precio a las emisiones de carbono. La teoría económica sugiere que la fijación de precios del carbono debería ser un elemento básico para que una política relacionada con el cambio climático tenga éxito. Por el lado del gasto, las inversiones verdes del sector público, las subvenciones focalizadas en el clima y las transferencias al sector privado, así como la retirada de subvenciones perjudiciales para el medio ambiente, son algunas de las medidas cuyo objetivo es contribuir a la transición verde estimulando el uso de energía limpia, fomentando la innovación ecológica y mejorando la eficiencia energética. Asimismo, existe una interacción entre estas políticas fiscales dirigidas a mitigar el cambio climático y las políticas no fiscales, como la normativa para aumentar la eficiencia energética.

<sup>1</sup> Comisión Europea, [El Pacto Verde Europeo](#), Comunicación y Anexo, diciembre de 2019.

<sup>2</sup> La Comisión Europea ha presentado un conjunto de propuestas para adecuar las correspondientes políticas de la UE con el fin de reducir las emisiones netas de gases de efecto invernadero en al menos un 55 % antes de 2030, con respecto a los niveles de 1990, en el paquete de medidas «Objetivo 55». Véase Comisión Europea, [«Objetivo 55»: cumplimiento del objetivo climático de la UE para 2030 en el camino hacia la neutralidad climática](#), julio de 2021.

**En este artículo se describen las medidas de política fiscal vigentes, necesarias y esperadas relacionadas con el cambio climático cuya finalidad es acelerar la transición verde en la zona del euro.** Primero, se examinan las medidas fiscales que se aplican en la actualidad para hacer frente al cambio climático, que representan una proporción relativamente reducida de los ingresos y los gastos públicos. La atención se centra en dos instrumentos fiscales potentes: la fijación de precios del carbono y las inversiones verdes del sector público. Por último, en el artículo se analizan las medidas compensatorias para asegurar una transición verde más equitativa<sup>3</sup>.

## Conclusiones

**En la zona del euro son necesarias medidas adicionales para mitigar el impacto del cambio climático.** Este fenómeno tendrá consecuencias medioambientales y económicas duraderas e importantes en todo el mundo. Es probable que los costes globales a largo plazo, tanto sociales como económicos y presupuestarios, derivados de retrasar la transición superen con creces los posibles costes a corto plazo que tendrían hoy unas políticas climáticas eficientes y eficaces. Para lograr mitigar el cambio climático, todas las regiones, incluida Europa, tendrán que avanzar en la transición verde.

**Los países de la zona del euro han establecido ambiciosos objetivos climáticos, en línea con los establecidos en el Acuerdo de París, dentro del marco del Pacto Verde de la UE.** Muchas de las medidas necesarias para lograr este objetivo implican adoptar un enfoque fiscal. Con el fin de garantizar la seguridad energética y acelerar la transición verde, será imprescindible aplicar una combinación eficiente y eficaz de políticas fiscales para hacer frente al cambio climático. Además, la actual situación geopolítica ha demostrado lo importante que es para Europa reducir su dependencia de los combustibles fósiles.

**La combinación elegida de políticas climáticas determina el impacto en las finanzas públicas,** que depende, en primer lugar, del tipo de medidas de política fiscal y de otras políticas climáticas por las que se opte. En este sentido, la fijación de precios del carbono y las inversiones verdes del sector público o privado, la normativa y los procesos de autorización de inversión privada en energías renovables son particularmente importantes.

**En las políticas fiscales, el equilibrio entre ingresos y gastos es relevante.** La fijación de precios del carbono es un modo muy eficaz y eficiente de reducir las emisiones al tiempo que también proporciona ingresos adicionales que pueden emplearse en la reducción de la deuda pública, en medidas sociales compensatorias focalizadas o en gastos alternativos, por ejemplo, para apoyar la transición verde. Las políticas basadas en el gasto —como las inversiones verdes del sector público, las subvenciones dirigidas a la inversión privada, y los proyectos de investigación y desarrollo ecológicos— aumentan el déficit de los países, al

---

<sup>3</sup> Las medidas para adaptarse al impacto del cambio climático, que también tienen un fuerte componente fiscal, no están incluidas en el ámbito de este artículo.

menos a corto plazo, salvo que este se cubra con ingresos adicionales o se compense con recortes del gasto, por ejemplo, de las subvenciones perjudiciales para el medio ambiente. Dada la magnitud de la crisis climática, el alcance limitado de las actuales tecnologías verdes y el impacto distributivo de la fijación de precios del carbono, será necesaria una combinación de políticas de ingresos y de gastos.

**Las políticas de mitigación que tienen éxito afectan a las bases impositivas.**

Cuanto más eficaz sea la fijación de precios del carbono en reducir las emisiones, más disminuirá la base del impuesto sobre el carbono con el tiempo. Por tanto, los ingresos vía impuestos sobre el carbono o medioambientales, temporalmente más altos, no deberían destinarse a medidas de gasto permanentes. De igual modo, las políticas de gasto como los programas de inversión o las subvenciones ecológicas deberían adelantarse y durar el tiempo necesario para acelerar la transición verde, en lugar de ser indefinidas.

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

# Estadísticas

## Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Actividad económica	S 3
3 Precios y costes	S 9
4 Evolución financiera	S 13
5 Dinero y crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

## Información adicional

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

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

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

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

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

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Símbolos utilizados en los cuadros

«-»	Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable
«.»	Dato no disponible por el momento
«...»	Cero o no significativo
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,8	2,3	1,7	-0,4	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,6	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,2	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 III TR	1,9	0,6	0,9	-0,5	0,4	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
IV TR	1,3	1,7	1,3	1,0	1,4	0,5	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 I TR	0,7	-0,4	0,8	0,0	1,4	0,7	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
II TR	.	-0,1	-0,1	0,5	-2,6	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
2022 Mar	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
Abr	-	-	-	-	-	-	9,2	6,3	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4
May	-	-	-	-	-	-	9,7	6,4	8,6	9,1	2,5	2,1	8,1
Jun	-	-	-	-	-	-	10,3	6,7	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6
Jul	-	-	-	-	-	-	.	.	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9
Ago <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	9,1

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,7
2021 III TR	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-0,4	-0,1	-0,7
IV TR	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,2	2,4	1,9
2022 I TR	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,9	3,5	0,1
II TR	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,3	-0,3	0,9
2022 Mar	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,9	3,5	0,1
Abr	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,4	51,1	48,2	-0,5	0,3	-1,3
May	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	-0,6	0,4	-1,7
Jun	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,3	-0,3	0,9
Jul	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	.	.	.
Ago	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2019	11.984,5	11.578,4	6.381,0	2.455,3	2.657,0	1.253,1	771,7	625,5	85,1	406,1	5.767,7	5.361,6
2020	11.448,1	11.040,4	5.918,7	2.565,3	2.511,2	1.221,9	684,4	598,0	45,3	407,6	5.181,8	4.774,1
2021	12.301,1	11.821,4	6.276,2	2.714,1	2.702,6	1.367,7	766,3	561,1	128,5	479,7	6.057,2	5.577,5
2021 III TR	3.124,6	2.992,9	1.617,1	681,2	674,7	346,6	189,3	136,9	20,0	131,7	1.549,1	1.417,4
IV TR	3.170,9	3.087,8	1.639,9	691,5	706,8	353,9	195,3	155,7	49,6	83,1	1.630,0	1.546,8
2022 I TR	3.231,2	3.155,2	1.676,5	700,5	718,6	372,4	201,1	143,2	59,6	76,0	1.702,2	1.626,2
II TR	3.292,1	3.238,9	1.728,1	710,9	742,4	385,0	208,7	146,7	57,5	53,2	1.802,4	1.749,2
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2021	100,0	96,1	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2021 III TR	2,2	2,1	4,4	0,1	-0,6	-0,6	-1,6	0,7	-	-	2,3	2,1
IV TR	0,5	1,4	0,0	0,7	3,7	0,3	2,0	14,2	-	-	2,4	4,7
2022 I TR	0,7	0,0	0,0	0,2	-0,8	2,2	1,5	-10,4	-	-	1,2	-0,2
II TR	0,8	1,0	1,3	0,6	0,9	0,0	1,8	2,0	-	-	1,3	1,8
<i>tasas de variación interanual</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,9	22,7	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,1	-6,4	-4,1	-11,8	-4,4	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,2	4,1	3,7	4,2	4,1	6,2	10,5	-7,7	-	-	10,3	8,1
2021 III TR	3,7	3,3	2,9	2,8	2,5	3,3	2,9	0,2	-	-	10,3	9,9
IV TR	4,6	4,9	5,9	2,6	2,7	1,9	3,5	3,3	-	-	8,1	9,0
2022 I TR	5,4	5,8	8,1	3,0	3,9	4,5	2,7	4,1	-	-	8,7	9,9
II TR	4,1	4,5	5,6	1,6	3,1	2,0	3,8	5,2	-	-	7,4	8,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2021 III TR	2,2	2,0	2,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
IV TR	0,5	1,4	0,0	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
2022 I TR	0,7	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,7	-	-
II TR	0,8	0,9	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,2	4,1	2,0	1,0	1,0	0,7	0,7	-0,4	0,2	1,4	-	-
2021 III TR	3,7	3,1	1,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0	0,4	0,6	-	-
IV TR	4,6	4,6	3,0	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0	-	-
2022 I TR	5,4	5,6	4,1	0,7	0,9	0,5	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
II TR	4,1	4,4	2,8	0,4	0,7	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2019	10.742,1	178,2	2.104,2	555,1	2.041,3	531,8	480,7	1.203,5	1.251,6	2.026,1	369,5	1.242,5
2020	10.318,1	177,4	1.993,3	544,5	1.803,9	544,6	478,7	1.207,0	1.182,2	2.064,8	321,5	1.130,0
2021	11.029,6	189,5	2.170,3	595,2	2.004,1	585,9	489,5	1.240,5	1.265,3	2.158,4	331,0	1.271,4
2021 III TR	2.799,2	48,0	546,3	149,3	524,9	146,5	122,2	310,1	320,7	543,6	87,6	325,4
IV TR	2.833,7	50,0	557,6	152,5	537,5	149,7	122,6	312,1	326,2	541,8	83,7	337,3
2022 I TR	2.888,5	51,2	579,3	157,5	547,3	149,9	124,3	315,1	329,9	548,6	85,5	342,7
II TR	2.948,3	53,3	598,6	161,8	568,1	153,8	124,6	316,6	335,8	546,1	89,5	343,8
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,4	18,2	5,3	4,4	11,2	11,5	19,6	3,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2021 III TR	2,5	-0,5	0,9	-0,3	7,5	1,2	0,1	0,6	2,3	1,3	11,2	-0,5
IV TR	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,3	2,5	0,1	0,3	1,2	-0,8	-2,6	3,2
2022 I TR	0,9	-1,2	0,4	2,3	1,1	0,3	0,4	1,3	0,7	0,9	2,1	-1,4
II TR	0,7	-0,5	0,5	-0,7	1,6	2,2	0,1	0,1	1,0	-0,3	4,4	1,6
<i>tasas de variación interanual</i>												
2019	1,6	1,5	0,4	0,9	2,5	5,7	0,6	1,4	1,8	1,0	1,7	2,0
2020	-6,0	-0,3	-6,2	-5,5	-13,9	2,0	0,2	-0,6	-7,0	-2,6	-18,0	-6,5
2021	5,1	-0,9	7,2	5,5	7,7	7,0	3,0	1,6	5,7	3,5	2,6	6,2
2021 III TR	3,8	-1,2	4,7	2,5	7,2	4,6	2,0	0,9	5,9	1,3	3,6	3,2
IV TR	4,5	-1,9	1,9	1,0	11,4	8,4	2,3	1,6	5,4	2,1	13,3	5,5
2022 I TR	5,3	-1,5	1,6	4,8	13,9	6,0	0,9	3,1	6,1	2,0	17,1	6,8
II TR	4,3	-2,2	2,0	1,9	10,8	6,3	0,8	2,3	5,4	1,1	15,4	2,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2021 III TR	2,5	0,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
IV TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 I TR	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II TR	0,7	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019	1,6	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,8	-0,5	-0,6	-
2021	5,1	0,0	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 III TR	3,8	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	0,1	-
IV TR	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2022 I TR	5,3	0,0	0,3	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
II TR	4,3	0,0	0,4	0,1	1,9	0,3	0,0	0,3	0,6	0,2	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,4	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,3	-2,2	-2,0	0,9	-3,8	1,8	-0,6	-0,4	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	3,2	0,2	4,8	0,7	1,1	2,8	2,2	0,1
2021 III TR	2,3	2,6	0,8	-0,2	0,6	3,2	2,2	5,7	1,4	0,9	4,7	2,4	1,1
IV TR	2,3	2,7	0,2	-1,4	1,2	3,1	3,1	6,3	0,9	0,5	3,7	1,8	1,0
2022 I TR	3,0	3,4	1,0	-1,5	1,5	3,5	5,1	6,0	-0,2	2,5	4,3	1,8	3,0
II TR	2,7	3,0	0,6	-0,7	1,3	3,1	4,6	6,0	0,3	2,3	3,4	1,5	1,8
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,8
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	0,9	1,2	-0,2	-3,4	0,4	2,5	1,1	3,1	0,2	1,8	1,2	1,2	0,3
2020	-7,9	-7,2	-10,8	-2,8	-7,8	-6,4	-14,2	-1,5	-3,0	-6,8	-8,3	-1,7	-12,4
2021	5,4	5,2	6,5	1,4	4,5	8,8	6,5	7,3	2,7	6,5	7,3	3,6	4,8
2021 III TR	3,5	3,9	1,7	-1,2	2,3	2,7	5,0	7,8	1,6	3,3	7,0	1,9	1,0
IV TR	4,7	4,6	4,8	-1,3	2,0	3,5	10,8	6,3	0,7	2,7	5,6	0,7	7,2
2022 I TR	6,5	6,5	6,5	-1,8	2,5	4,8	15,6	6,2	-0,6	7,2	6,6	1,2	13,0
II TR	3,9	4,1	2,8	-2,0	1,0	2,7	10,1	5,3	-1,2	4,4	4,1	0,1	7,1
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	-0,4	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,1
2020	-6,4	-5,7	-9,7	-0,7	-5,9	-7,2	-10,9	-3,3	-2,4	-6,4	-6,0	-2,6	-9,8
2021	4,0	3,6	6,4	1,5	4,8	5,4	6,3	2,4	2,0	5,4	4,4	1,4	4,7
2021 III TR	1,1	1,3	0,9	-0,9	1,7	-0,5	2,8	1,9	0,2	2,4	2,2	-0,5	-0,2
IV TR	2,3	1,9	4,6	0,0	0,9	0,4	7,5	0,0	-0,2	2,2	1,8	-1,1	6,1
2022 I TR	3,3	3,0	5,4	-0,2	1,0	1,3	10,0	0,2	-0,4	4,6	2,2	-0,6	9,8
II TR	1,2	1,1	2,3	-1,3	-0,3	-0,4	5,3	-0,7	-1,5	2,1	0,7	-1,5	5,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 III TR	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
IV TR	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 I TR	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
II TR	.	.	11,071	6,7	.	8,896	5,9	2,175	14,2	5,575	6,3	5,496	7,1	3,3
2022 Feb	-	-	11,275	6,8	-	9,153	6,1	2,123	14,2	5,640	6,4	5,635	7,3	-
Mar	-	-	11,211	6,8	-	9,064	6,0	2,147	14,2	5,632	6,4	5,579	7,2	-
Abr	-	-	11,101	6,7	-	8,919	5,9	2,182	14,3	5,585	6,3	5,516	7,1	-
May	-	-	11,053	6,7	-	8,917	5,9	2,136	14,0	5,562	6,3	5,491	7,1	-
Jun	-	-	11,060	6,7	-	8,852	5,9	2,208	14,4	5,577	6,3	5,482	7,1	-
Jul	-	-	10,983	6,6	-	8,810	5,8	2,173	14,2	5,564	6,3	5,419	7,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje.

### 2.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial					Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)	Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
		Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								Energía
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2019	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 III TR	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
IV TR	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 I TR	-0,3	-0,1	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,2	5,0	-2,2	9,9	12,0	.	-13,0
II TR	0,5	0,8	-0,3	-0,4	3,3	-0,6	1,6	0,4	-3,3	2,4	7,1	.	-16,3
2022 Feb	1,7	2,0	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,6	5,1	-2,2	9,9	12,2	-	-7,1
Mar	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	2,9	1,9	-2,7	4,5	10,9	-	-19,9
Abr	-2,5	-2,4	-0,5	-9,0	4,0	0,0	2,7	4,2	-3,4	9,2	15,7	-	-18,3
May	1,6	2,0	0,0	0,9	6,4	-1,7	2,3	0,6	-3,9	3,0	5,8	-	-17,4
Jun	2,4	2,7	-0,5	7,6	-0,3	0,0	0,1	-3,2	-2,7	-3,9	1,2	-	-13,5
Jul	.	.	.	.	.	.	-0,9	-2,4	-0,9	0,6	.	-	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2022 Feb	0,5	0,7	0,9	-0,2	2,2	-2,5	1,5	0,4	-0,6	1,2	2,5	-	7,0
Mar	-1,7	-1,8	-1,8	-2,5	-2,5	0,9	-0,4	0,6	0,9	-0,2	-1,0	-	-11,7
Abr	0,5	0,0	0,5	-0,1	2,0	2,6	-0,9	-1,2	-2,0	-0,7	1,5	-	2,5
May	2,1	1,8	0,2	3,6	2,4	-3,4	-0,3	0,5	-0,8	1,7	0,0	-	-0,3
Jun	0,7	1,0	-0,1	2,6	-2,8	0,6	-1,3	-1,0	0,0	-1,5	-1,2	-	2,5
Jul	.	.	.	.	.	.	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,4	-	.

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

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 III TR	117,5	13,6	82,8	-4,2	6,0	4,8	17,4	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
IV TR	115,8	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,3	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 I TR	111,1	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
II TR	104,2	7,0	82,5	-22,3	5,5	-4,5	13,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 Mar	106,3	9,0	-	-21,7	9,0	-2,2	12,6	-	56,5	53,1	55,6	54,9
Abr	104,6	7,7	82,5	-22,1	6,8	-4,0	13,0	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
May	104,6	6,2	-	-21,2	6,3	-4,3	13,4	-	54,6	51,3	56,1	54,8
Jun	103,5	7,0	-	-23,7	3,6	-5,1	14,0	-	52,1	49,3	53,0	52,0
Jul	98,9	3,4	82,4	-27,0	3,2	-7,1	10,4	90,9	49,8	46,3	51,2	49,9
Ago	97,6	1,2	-	-24,9	3,9	-6,3	8,7	-	49,6	46,5	49,8	49,0

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,7	6,3	4,1	47,5	24,1	74,7	2,1	8,0	1,9
2020	19,5	96,1	-0,6	4,1	-3,4	4,7	3,8	46,0	24,8	81,6	3,2	-13,9	2,0
2021	17,4	96,5	1,3	3,5	19,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	8,0	3,0
2021 II TR	19,2	96,5	4,0	4,2	31,3	6,8	5,3	48,6	27,0	79,9	4,4	20,9	2,3
III TR	18,6	96,7	0,8	4,0	18,5	7,6	7,0	48,7	27,3	79,3	4,5	12,7	2,4
IV TR	17,4	96,5	0,5	3,5	18,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	13,6	3,0
2022 I TR	15,8	96,2	0,2	3,1	17,5	5,6	8,3	48,5	26,3	78,8	5,1	14,4	3,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 III TR	1.112,8	1.043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
IV TR	1.180,9	1.154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 I TR	1.224,4	1.201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
II TR	1.278,8	1.285,7	-7,0	744,6	744,9	297,8	254,4	200,6	204,1	35,7	82,2	19,2	11,1
2022 Ene	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
Feb	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
Mar	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
Abr	422,4	426,7	-4,3	243,2	243,3	98,7	87,5	67,9	69,1	12,6	26,8	6,9	4,5
May	425,9	432,9	-6,9	248,6	248,4	99,7	85,9	65,5	71,3	12,2	27,2	5,4	3,3
Jun	430,4	426,1	4,2	252,9	253,2	99,4	81,0	67,2	63,7	10,9	28,2	6,9	3,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2022 Jun	4.796,9	4.685,0	111,9	2.701,8	2.594,9	1.123,1	995,2	816,5	782,6	155,5	312,2	134,1	91,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2022 Jun	37,4	36,5	0,9	21,1	20,2	8,8	7,8	6,4	6,1	1,2	2,4	1,0	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac-turas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2021 III TR	13,7	23,0	607,4	305,5	119,0	171,0	501,7	581,4	346,6	94,2	135,0	415,5	58,3
IV TR	12,1	32,3	636,6	322,7	115,9	187,8	524,7	654,0	400,5	97,5	148,5	450,8	71,2
2022 I TR	17,0	40,3	674,9	342,4	123,6	196,3	553,4	715,6	451,3	104,0	151,3	478,6	85,7
II TR	20,5	45,4	715,0	.	.	.	572,9	805,4	.	.	.	513,1	.
2022 Ene	19,9	45,6	222,7	112,1	42,5	65,2	183,7	232,1	144,2	34,6	50,0	159,1	24,9
Feb	17,2	40,0	224,8	114,2	40,8	65,8	186,9	237,2	148,9	34,6	50,2	159,4	29,4
Mar	14,5	36,5	227,3	116,1	40,2	65,3	182,8	246,3	158,2	34,7	51,1	160,1	31,3
Abr	12,8	40,0	231,1	116,3	41,1	70,1	186,9	263,5	170,4	35,6	53,2	166,7	33,6
May	28,7	52,9	242,1	122,2	41,4	73,5	193,6	269,2	173,1	37,1	55,2	173,7	34,3
Jun	20,1	43,5	241,8	.	.	.	192,3	272,7	.	.	.	172,7	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2021 III TR	4,4	5,5	103,5	110,2	101,0	96,2	102,1	108,0	109,6	112,6	104,8	110,6	85,2
IV TR	0,9	9,4	105,4	112,7	96,1	102,9	104,3	115,6	120,2	109,8	110,8	115,1	93,7
2022 I TR	2,5	10,8	106,3	111,7	101,2	103,5	105,6	115,6	118,9	114,6	110,5	117,9	93,1
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Dic	2,5	15,9	104,8	113,4	94,7	101,9	104,0	119,6	125,0	114,4	112,6	118,8	93,1
2022 Ene	5,7	15,0	106,5	111,3	104,5	104,8	105,8	114,7	117,8	113,6	109,5	117,8	92,7
Feb	3,1	11,9	106,7	112,8	100,7	103,8	107,3	116,1	119,3	115,6	110,4	118,4	97,9
Mar	-0,5	6,4	105,6	111,0	98,3	102,0	103,7	116,0	119,7	114,6	111,6	117,6	88,7
Abr	-2,5	7,3	105,4	108,9	99,1	107,5	104,1	120,0	123,6	116,0	114,2	120,6	93,9
May	10,1	18,1	108,7	112,6	99,1	110,9	107,0	122,5	125,6	121,8	117,3	124,2	93,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabora- dos	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 III TR	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,8	1,0	4,3	0,5	2,7	3,5
IV TR	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,7	1,0	1,4	0,3	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 I TR	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9
II TR	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,1	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1
2022 Mar	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,8	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1
Abr	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0
May	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,5	1,9	0,4	8,1	7,6
Jun	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,4	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6
Jul	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,4	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9
Ago <sup>3)</sup>	117,8	9,1	4,3	.	3,8	0,5	1,2	0,7	0,7	0,0	0,3	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% del total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 III TR	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
IV TR	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 I TR	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6	
II TR	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7	
2022 Mar	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7	
Abr	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7	
May	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8	
Jun	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7	
Jul	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8	
Ago <sup>3)</sup>	10,6	10,5	10,9	.	5,0	38,3	.	.	.	.	.	.	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del Boletín Económico 3/2016 del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Estimación de avance.



## 3 Precios y costes

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,0	0,8
2021 III TR	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,0	1,5
IV TR	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,4	3,2
2022 I TR	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	9,8	.
II TR	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,4	95,4	.	.	.
2022 Feb	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	-
Mar	146,3	36,9	17,8	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	-
Abr	148,0	37,2	19,4	15,7	25,3	7,2	11,0	.	6,8	99,1	-	-	-
May	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,5	94,0	-	-	-
Jun	150,8	36,0	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,2	-	-	-
Jul	156,8	37,9	18,7	15,1	21,6	7,9	13,2	.	8,3	97,2	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>		Importaciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,2	1,7	1,2	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,4	2,0	2,8	2,2	1,5	3,4	5,8	8,0	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 III TR	109,8	2,9	3,7	2,6	2,7	4,7	7,6	10,0	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
IV TR	110,8	3,1	4,6	3,8	2,4	5,5	10,1	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 I TR	112,2	3,6	5,6	4,8	2,6	7,0	11,4	16,5	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
II TR	113,4	4,3	6,9	6,4	3,1	8,2	13,8	20,0	106,1	22,6	39,8	9,2	24,3	38,3	10,8
2022 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,5	4,9	22,0	38,3	6,6
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	35,0	2,8
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	12,2	31,6	-3,1	15,0	32,1	-1,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,3	30,7	4,2	16,1	26,6	5,1

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

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

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

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,4	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 III TR	36,9	29,1	13,5	27,1	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
IV TR	46,4	41,9	19,8	36,6	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 I TR	50,4	48,9	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
II TR	54,9	56,2	28,3	48,8	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 Mar	56,0	55,3	25,4	44,4	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
Abr	59,3	56,0	29,2	51,9	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
May	55,2	56,1	28,2	49,1	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
Jun	50,1	56,4	27,6	45,4	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
Jul	45,3	55,0	26,9	41,5	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
Ago	43,7	53,3	26,2	38,3	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9

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

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 III TR	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,1	1,3
IV TR	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,4	1,6
2022 I TR	108,5	3,8	3,3	5,3	4,1	3,0	3,0
II TR	.	.	.	.	.	.	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,1	3,1	0,7	1,0	1,6	2,6	2,4	2,7	2,1
2020	109,9	4,3	-1,6	2,3	5,0	6,6	0,4	-0,2	1,5	4,8	6,0	14,7
2021	110,0	0,1	4,2	-3,1	2,3	-1,2	1,7	0,5	4,8	1,5	0,4	2,1
2021 III TR	110,2	1,8	4,5	-0,4	2,3	0,1	4,4	1,9	3,9	1,9	2,9	0,9
IV TR	111,0	1,3	4,2	2,0	4,2	-0,5	1,1	2,4	3,9	2,0	1,2	-5,7
2022 I TR	112,2	2,0	3,6	4,0	2,7	-0,5	2,3	2,2	5,1	2,8	2,4	-4,2
II TR	112,4	3,1	5,3	3,4	5,1	2,3	1,3	3,4	6,0	3,8	2,9	-5,1
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,3	2,3	2,4	2,7	2,3	3,4
2020	106,8	-0,6	0,3	-2,2	-1,6	-4,6	0,5	0,6	1,2	-0,1	2,3	-3,0
2021	111,0	3,9	3,3	4,2	4,5	6,2	3,9	2,9	5,3	4,3	1,7	4,6
2021 III TR	112,0	3,2	3,5	3,6	1,6	5,1	3,3	2,5	3,9	3,1	1,8	3,4
IV TR	112,9	3,6	3,7	2,8	2,0	7,5	3,1	3,8	5,1	3,7	1,4	5,8
2022 I TR	114,1	4,4	3,6	4,2	4,0	7,9	2,3	3,3	5,7	4,6	2,6	8,9
II TR	114,7	4,6	3,7	4,1	3,9	8,3	1,6	3,9	6,0	5,8	2,5	7,6
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2019	101,9	0,3	4,0	-0,7	-1,7	1,0	2,3	0,7	-0,3	0,3	-0,4	1,3
2020	97,2	-4,7	2,0	-4,4	-6,3	-10,5	0,1	0,8	-0,3	-4,7	-3,5	-15,5
2021	100,9	3,9	-0,9	7,5	2,2	7,5	2,1	2,3	0,5	2,8	1,2	2,5
2021 III TR	101,7	1,4	-0,9	4,1	-0,7	4,9	-1,0	0,6	0,0	1,2	-1,0	2,5
IV TR	101,7	2,2	-0,5	0,8	-2,1	8,1	2,0	1,4	1,2	1,7	0,3	12,2
2022 I TR	101,7	2,3	0,1	0,1	1,3	8,4	0,0	1,1	0,6	1,7	0,3	13,7
II TR	102,1	1,5	-1,5	0,7	-1,2	5,9	0,3	0,5	0,0	1,9	-0,4	13,4
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2019	107,5	2,4	3,2	2,1	1,6	2,1	3,4	1,8	2,3	3,0	2,5	3,8
2020	113,4	5,5	3,0	3,5	4,6	6,4	3,1	2,5	6,2	5,2	4,5	6,1
2021	113,7	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,5	1,6	1,0	1,2	0,4	0,5	0,7
2021 III TR	114,9	1,9	3,0	1,9	2,0	1,8	1,2	2,5	0,5	0,8	2,4	3,1
IV TR	115,4	1,6	2,0	2,2	2,1	0,2	3,4	4,5	2,6	2,2	2,7	1,3
2022 I TR	115,7	1,3	3,0	3,4	2,9	-1,9	2,2	3,6	3,3	2,1	3,4	0,8
II TR	115,8	3,4	4,5	4,2	4,8	2,4	2,5	5,2	5,1	5,1	4,3	3,2
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2019	102,6	0,7	5,1	0,0	-1,5	1,4	2,5	0,4	-0,3	0,6	-0,2	1,4
2020	104,5	1,9	2,6	1,6	1,0	0,4	3,5	3,3	6,6	1,4	-1,0	-6,3
2021	104,4	-0,2	-2,3	2,6	-3,0	1,1	-0,3	0,3	-4,6	-1,5	-0,2	-2,1
2021 III TR	105,1	0,3	0,0	2,3	-0,2	2,1	-2,9	0,4	-2,4	-1,0	-0,5	2,7
IV TR	104,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,5	0,6	2,1	1,6	-1,0	-0,2	1,4	5,7
2022 I TR	103,8	-1,0	0,3	-0,8	-0,1	-1,5	-0,2	1,5	-3,8	-0,5	0,8	3,6
II TR	103,9	0,3	-0,3	1,0	-0,7	0,6	1,0	2,0	-2,0	1,2	1,1	7,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	Depósitos a la vista (eonia) <sup>3)</sup>	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 Feb	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
Mar	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
Abr	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
May	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
Jun	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03
Jul	-0,51	-	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
Ago	-0,08	-	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

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

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

3) El European Money Markets Institute dejó de publicar el eonia el 3 de enero de 2022.

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Feb	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
Mar	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
Abr	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
May	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
Jun	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95
Jul	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44
Ago	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2022 Feb	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
Mar	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
Abr	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
May	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8
Jun	399,6	3.587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3.898,9	26.958,4
Jul	390,4	3.523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3.911,7	26.986,7
Ago	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7

Fuente: Refinitiv.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descu- biertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empre- sarios indi- viduals y socieda- des sin perso- nalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de finan- ciación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses		A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Tipo flexible y hasta 1 año			Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 1 año			De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años	TAE <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Ago	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
Sep	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
Oct	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dic	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Ene	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Feb	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
Mar	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
Abr	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
May	0,01	0,47	0,20	0,64	4,80	15,84	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,05	1,78
Jun	0,01	0,47	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Jul <sup>(p)</sup>	0,01	0,46	0,30	0,87	4,83	15,86	6,10	5,74	6,32	2,80	1,83	2,26	2,53	1,99	2,35	2,15

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descu- biertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de finan- ciación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Ago	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
Sep	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Oct	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dic	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Ene	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Feb	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
Mar	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
Abr	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
May	-0,04	-0,27	0,52	1,69	1,81	2,02	2,40	1,52	1,50	1,79	1,14	1,22	1,95	1,55
Jun	-0,04	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Jul <sup>(p)</sup>	-0,01	0,04	1,19	1,74	1,89	2,43	2,75	1,68	1,86	2,13	1,39	1,77	2,08	1,77

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos						Emisiones brutas <sup>1)</sup>								
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central	Sociedades financieras distintas de IFM			FVC	Sociedades no financieras		Otras Administraciones Públicas		
														3	4
Corto plazo															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.499,1	429,0	141,7	54,5	96,5	832,0	718,4	.	.	.	.	.	.	.	
2021	1.419,6	428,4	142,1	53,4	87,7	761,4	671,7	387,3	138,6	79,5	25,9	31,8	137,3	104,6	
2022 Feb	1.405,4	419,1	149,0	55,4	96,2	741,0	643,7	381,9	131,4	86,5	27,6	31,6	132,5	96,3	
Mar	1.450,3	430,0	155,5	54,7	105,0	759,9	653,1	503,7	170,4	116,6	43,8	48,1	168,6	114,4	
Abr	1.443,7	439,9	159,9	54,6	107,4	736,5	638,3	456,4	164,0	102,2	36,0	43,1	147,1	97,4	
May	1.385,7	418,5	160,3	49,8	106,9	700,1	613,4	438,3	157,9	110,3	41,1	42,5	127,6	86,7	
Jun	1.367,2	414,4	142,4	46,1	104,9	705,5	622,0	448,2	151,4	116,7	51,8	48,5	131,6	87,5	
Jul	1.304,8	413,7	138,8	44,8	97,9	654,4	599,8	475,3	187,3	112,0	51,5	49,3	126,6	85,9	
Largo plazo															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2020	19.439,5	4.079,5	3.285,1	1.331,4	1.541,9	10.533,0	9.752,1	.	.	.	.	.	.	.	
2021	20.109,4	4.174,7	3.603,3	1.388,3	1.598,5	10.732,8	9.912,4	316,3	66,2	83,0	32,5	23,3	143,8	130,4	
2022 Feb	19.776,9	4.139,8	3.549,5	1.388,3	1.528,7	10.559,0	9.753,4	308,0	79,2	76,0	34,0	11,8	141,1	130,4	
Mar	19.594,8	4.120,3	3.552,7	1.392,5	1.514,0	10.407,7	9.617,3	401,4	100,6	117,4	54,2	26,8	156,5	147,2	
Abr	19.193,2	4.081,0	3.570,1	1.401,3	1.482,6	10.059,6	9.286,3	288,2	65,2	81,8	27,4	14,3	126,9	118,1	
May	19.015,5	4.092,3	3.556,3	1.372,6	1.464,1	9.902,8	9.129,3	332,7	98,0	67,9	13,1	26,8	140,0	125,0	
Jun	18.737,0	4.027,9	3.519,2	1.363,3	1.404,1	9.785,7	9.029,2	307,4	82,9	66,9	17,0	13,6	143,8	135,5	
Jul	19.266,8	4.128,2	3.594,0	1.357,3	1.462,3	10.082,3	9.301,3	226,3	51,9	51,6	14,9	8,8	113,9	107,8	

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda						Acciones cotizadas				
	Total	IFM	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	de las cuales, Administración Central					
							3				
Saldo vivo											
2019	.	.	.	.	.	.	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1	
2020	20.938,6	4.508,4	3.426,8	1.385,9	1.638,4	11.365,0	10.470,5	8.486,7	468,9	1.357,8	6.658,9
2021	21.528,9	4.603,1	3.745,4	1.441,8	1.686,2	11.494,2	10.584,0	10.343,6	609,3	1.558,7	8.174,6
2022 Feb	21.182,3	4.558,9	3.698,5	1.443,7	1.624,9	11.300,0	10.397,1	9.382,6	565,1	1.424,0	7.392,5
Mar	21.045,2	4.550,3	3.708,2	1.447,2	1.619,0	11.167,6	10.270,4	9.393,8	550,7	1.436,1	7.405,9
Abr	20.636,9	4.520,8	3.729,9	1.455,9	1.590,0	10.796,1	9.924,6	9.221,1	521,1	1.392,0	7.307,0
May	20.401,2	4.510,8	3.716,5	1.422,5	1.571,0	10.602,9	9.742,7	9.084,5	536,9	1.355,5	7.191,1
Jun	20.104,2	4.442,2	3.661,6	1.409,5	1.509,0	10.491,3	9.651,2	8.305,8	474,0	1.266,1	6.564,8
Jul	20.571,6	4.541,8	3.732,8	1.402,1	1.560,2	10.736,8	9.901,2	8.904,1	482,2	1.330,3	7.090,8
Tasa de crecimiento <sup>1)</sup>											
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Feb	4,9	3,3	8,0	4,4	3,8	4,8	4,9	1,7	0,5	5,1	1,1
Mar	4,9	2,9	8,2	4,3	4,7	4,7	4,8	1,2	0,2	3,7	0,8
Abr	4,4	2,7	8,2	4,2	4,3	3,9	4,1	1,1	0,0	3,7	0,7
May	4,4	3,8	8,1	3,5	4,1	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,6
Jun	4,0	2,8	7,5	4,1	3,6	3,5	3,8	1,0	-0,7	3,2	0,7
Jul	3,3	2,3	6,8	3,0	2,1	2,8	3,3	0,9	-0,7	2,8	0,6

Fuente: BCE.

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales <sup>2)</sup>	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,1	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,7	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,8	86,1	120,8	94,2
2021 III TR	99,5	93,2	94,5	88,7	72,7	85,7	120,5	93,9
IV TR	97,7	91,8	93,4	86,5	71,8	84,3	119,1	92,7
2022 I TR	96,4	91,4	94,7	84,6	70,6	83,1	118,6	92,6
II TR	95,6	90,2	96,0	.	.	.	116,4	90,3
2022 Mar	95,9	91,3	95,3	-	-	-	118,4	92,8
Abr	95,2	89,9	95,2	-	-	-	116,4	90,4
May	95,6	90,3	96,2	-	-	-	116,2	90,3
Jun	95,9	90,5	96,6	-	-	-	116,5	90,3
Jul	94,1	89,0	96,1	-	-	-	114,6	89,0
Ago	93,6	88,7	96,3	-	-	-	114,1	88,7
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2022 Ago	-0,6	-0,4	0,3	-	-	-	-0,5	-0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2022 Ago	-5,8	-4,7	2,1	-	-	-	-5,2	-5,5

Fuente: BCE.

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

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-18.

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 III TR	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
IV TR	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 I TR	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
II TR	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
2022 Mar	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
Abr	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
May	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
Jun	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
Jul	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
Ago	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2022 Ago	0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-1,7	-0,9	-0,5	-0,9	-0,7	-1,9	-0,5
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2022 Ago	-9,6	0,2	-3,5	0,0	14,3	5,9	3,4	-0,9	-0,6	2,8	-10,0	-14,0

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2021 II TR	30.370,3	30.636,0	-265,7	11.452,5	9.464,6	12.014,7	14.001,3	-132,2	6.166,3	7.170,0	869,0	15.355,3
III TR	31.110,8	31.299,4	-188,6	11.679,4	9.453,6	12.221,4	14.320,8	-101,1	6.308,8	7.525,0	1.002,4	15.751,1
IV TR	32.052,2	32.154,3	-102,1	11.830,2	9.718,7	12.838,5	14.644,5	-92,1	6.418,5	7.791,1	1.057,0	15.990,0
2022 I TR	32.080,1	32.085,7	-5,6	11.902,4	9.882,7	12.315,5	14.048,4	-55,9	6.815,3	8.154,5	1.102,8	16.415,9
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2022 I TR	255,2	255,2	0,0	94,7	78,6	98,0	111,7	-0,4	54,2	64,9	8,8	130,6
<b>Transacciones</b>												
2021 III TR	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
IV TR	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 I TR	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
II TR	-55,9	-63,8	8,0	55,3	-14,5	-110,7	-159,1	0,1	-2,9	109,7	2,3	-
2022 Ene	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
Feb	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
Mar	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
Abr	-13,3	25,6	-39,0	48,5	18,7	-52,0	-64,7	12,8	-21,9	71,6	-0,7	-
May	17,6	4,4	13,1	26,1	-16,0	-45,2	-98,0	-2,7	38,2	118,5	1,2	-
Jun	-60,1	-93,9	33,8	-19,3	-17,2	-13,5	3,6	-9,9	-19,2	-80,3	1,8	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2022 Jun	860,2	727,9	132,3	132,3	-123,0	135,1	-54,8	63,5	401,3	905,7	128,0	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2022 Jun	6,7	5,7	1,0	1,0	-1,0	1,1	-0,4	0,5	3,1	7,1	1,0	-

Fuente: BCE.

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



## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14.469,2
2021	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15.484,8
2021 III TR	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.459,0	120,6	600,9	38,6	760,1	15.219,1
IV TR	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15.484,8
2022 I TR	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15.668,6
II TR	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15.849,7
2022 Feb	1.494,0	9.913,6	11.407,6	931,8	2.520,3	3.452,1	14.859,7	131,1	590,7	24,7	746,4	15.606,1
Mar	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15.668,6
Abr	1.524,4	9.965,2	11.489,7	954,6	2.519,0	3.473,6	14.963,3	115,3	602,3	49,6	767,1	15.730,4
May	1.528,7	10.007,6	11.536,2	935,3	2.524,7	3.460,0	14.996,2	124,2	600,2	43,7	768,2	15.764,4
Jun	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15.849,7
Jul <sup>(p)</sup>	1.534,2	10.088,4	11.622,6	1.005,5	2.536,3	3.541,9	15.164,4	126,7	585,3	60,4	772,5	15.936,9
Operaciones												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,3	901,6	1.006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1.000,3
2021 III TR	25,1	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8
IV TR	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 I TR	60,2	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-65,2	20,1	-40,0	176,7
II TR	5,4	82,2	87,6	28,8	8,4	37,2	124,7	-10,7	13,3	24,8	27,4	152,2
2022 Feb	12,0	83,4	95,4	-13,1	7,6	-5,5	89,9	1,5	-24,5	-4,4	-27,4	62,5
Mar	31,0	24,0	55,0	4,6	-0,9	3,7	58,7	-8,2	2,6	7,5	2,0	60,7
Abr	-0,5	10,1	9,5	13,4	-0,6	12,8	22,3	-8,7	8,9	15,5	15,7	38,0
May	4,2	47,9	52,2	-17,5	5,7	-11,7	40,4	9,3	-2,1	-5,4	1,8	42,2
Jun	1,7	24,2	25,9	32,8	3,2	36,1	62,0	-11,2	6,5	14,7	9,9	71,9
Jul <sup>(p)</sup>	3,7	37,7	41,4	31,2	8,2	39,4	80,8	12,1	-21,4	0,1	-9,2	71,6
Tasas de crecimiento												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 III TR	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
IV TR	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 I TR	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2
II TR	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7
2022 Feb	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,3	-1,3	6,4
Mar	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2
Abr	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,8	1,3	6,1
May	8,4	7,8	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,2	16,5	0,6	5,8
Jun	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7
Jul <sup>(p)</sup>	7,5	6,6	6,7	6,3	2,1	3,3	5,9	3,9	-5,3	37,5	-1,4	5,5

Fuente: BCE.

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2021 III TR	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
IV TR	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2022 I TR	3.269,8	2.841,9	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
II TR	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
2022 Feb	3.265,6	2.842,6	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
Mar	3.269,8	2.841,9	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
Abr	3.278,5	2.841,6	297,9	129,5	9,6	8.202,8	5.495,4	357,2	2.349,3	1,0	1.282,3	224,4	566,1
May	3.280,8	2.853,7	286,3	130,3	10,4	8.235,3	5.524,4	354,5	2.355,6	0,7	1.275,9	231,1	568,7
Jun	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
Jul <sup>(6)</sup>	3.326,4	2.867,8	318,6	130,1	9,9	8.294,1	5.572,6	353,5	2.367,3	0,7	1.333,1	242,6	560,8
<b>Operaciones</b>													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,4	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,3	-8,2	48,2
2021 III TR	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
IV TR	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 I TR	19,7	18,3	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
II TR	14,3	0,4	13,2	0,6	0,1	51,7	50,0	-5,6	7,8	-0,5	22,2	-0,6	21,0
2022 Feb	25,2	33,9	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,4	-3,8	8,5
Mar	-3,8	-6,5	2,4	1,2	-0,9	19,3	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
Abr	-0,1	-6,6	8,4	-0,5	-1,5	10,2	12,8	-1,5	-0,9	-0,2	0,5	-6,8	10,3
May	4,1	13,0	-10,6	0,9	0,9	34,4	30,7	-2,4	6,4	-0,3	-2,7	7,0	2,6
Jun	10,3	-6,0	15,4	0,2	0,7	7,1	6,5	-1,6	2,3	-0,1	24,3	-0,8	8,0
Jul <sup>(6)</sup>	25,6	13,5	14,0	-0,4	-1,4	46,7	37,4	0,0	9,2	0,1	21,4	11,6	-16,1
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2021 III TR	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
IV TR	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 I TR	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
II TR	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
2022 Feb	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
Mar	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
Abr	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
May	6,5	8,1	-4,4	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,6	10,7	0,4	15,1
Jun	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
Jul <sup>(6)</sup>	6,1	6,1	9,3	-1,0	16,5	4,2	6,2	-10,8	2,5	-5,1	11,7	5,8	11,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0
2021 III TR	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6
IV TR	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0
2022 I TR	6.553,9	1.002,7	5.548,5	15.022,6	12.562,1	12.691,8	4.917,1	6.471,9	1.020,0	153,0	1.593,7	866,8
II TR	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,0	12.791,5	12.930,4	5.017,9	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,1	829,4
2022 Feb	6.562,2	996,5	5.563,0	14.946,5	12.507,7	12.656,5	4.885,9	6.444,2	1.007,4	170,2	1.560,3	878,5
Mar	6.553,9	1.002,7	5.548,5	15.022,6	12.562,1	12.691,8	4.917,1	6.471,9	1.020,0	153,0	1.593,7	866,8
Abr	6.526,0	1.004,2	5.497,0	15.072,0	12.631,8	12.780,0	4.943,8	6.491,5	1.035,7	160,8	1.600,8	839,5
May	6.507,2	999,8	5.482,6	15.112,1	12.704,9	12.842,3	4.974,3	6.522,2	1.045,2	163,3	1.556,8	850,4
Jun	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,0	12.791,5	12.930,4	5.017,9	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,1	829,4
Jul <sup>(p)</sup>	6.539,7	998,4	5.517,1	15.247,0	12.851,3	12.987,1	5.067,6	6.577,8	1.046,5	159,4	1.565,5	830,2
Operaciones												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,4	9,3
2021 III TR	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8
IV TR	201,1	-1,1	202,0	228,9	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7
2022 I TR	94,0	4,8	89,2	190,6	183,6	169,4	45,2	72,8	74,1	-8,5	23,6	-16,5
II TR	76,5	-0,7	77,2	206,9	231,1	249,6	96,9	87,0	35,8	11,3	-19,9	-4,3
2022 Feb	52,0	4,1	47,9	47,7	48,6	59,3	13,5	18,4	19,3	-2,6	2,7	-3,5
Mar	29,2	5,9	23,3	80,1	55,9	41,9	25,0	28,8	18,7	-16,6	36,0	-11,8
Abr	16,8	1,6	14,6	68,0	63,2	82,9	23,5	20,6	11,6	7,5	10,0	-5,1
May	21,5	-4,5	25,9	54,7	84,3	72,9	30,6	31,9	18,9	2,9	-42,2	12,6
Jun	38,2	2,2	36,7	84,2	83,7	93,8	42,9	34,6	5,3	0,9	12,3	-11,8
Jul <sup>(p)</sup>	-23,5	-3,7	-19,8	45,7	51,8	51,7	46,7	20,5	-9,9	-5,6	-4,7	-1,3
Tasas de crecimiento												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2021 III TR	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3
IV TR	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2022 I TR	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
II TR	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
2022 Feb	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,5	-0,1
Mar	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
Abr	9,6	0,4	11,4	4,7	4,8	5,3	4,5	4,3	10,1	3,7	7,5	-1,7
May	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,2	5,7	5,0	4,4	12,0	2,4	4,8	-1,1
Jun	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
Jul <sup>(p)</sup>	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,8	4,4	-2,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	Préstamos ajustados <sup>4)</sup> 2	3	4	5	6	Préstamos ajustados <sup>4)</sup> 7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2021 III TR	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
IV TR	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2022 I TR	4.917,1	4.891,5	911,4	1.002,2	3.003,6	6.471,9	6.671,8	701,0	5.063,2	707,7
II TR	5.017,9	4.994,1	948,7	1.027,7	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
2022 Feb	4.885,9	4.858,5	899,5	998,8	2.987,6	6.444,2	6.643,9	701,0	5.036,3	706,9
Mar	4.917,1	4.891,5	911,4	1.002,2	3.003,6	6.471,9	6.671,8	701,0	5.063,2	707,7
Abr	4.943,8	4.922,3	924,0	1.012,0	3.007,8	6.491,5	6.697,1	702,8	5.082,1	706,6
May	4.974,3	4.944,7	934,5	1.016,1	3.023,6	6.522,2	6.725,0	705,6	5.109,7	706,9
Jun	5.017,9	4.994,1	948,7	1.027,7	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
Jul <sup>(p)</sup>	5.067,6	5.039,4	959,6	1.041,9	3.066,1	6.577,8	6.765,4	708,2	5.162,8	706,8
<b>Operaciones</b>										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 III TR	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
IV TR	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 I TR	45,2	53,7	18,8	-4,7	31,2	72,8	83,0	5,1	65,2	2,5
II TR	96,9	104,6	37,5	22,9	36,5	87,0	78,2	7,8	76,9	2,3
2022 Feb	13,5	13,2	8,7	-1,4	6,2	18,4	29,5	3,8	13,7	0,8
Mar	25,0	32,9	9,8	3,3	11,9	28,8	29,4	0,3	27,0	1,5
Abr	23,5	27,3	11,4	7,8	4,3	20,6	25,0	2,4	18,5	-0,3
May	30,6	22,8	12,2	4,6	13,8	31,9	29,6	3,2	28,1	0,5
Jun	42,9	54,6	13,9	10,6	18,4	34,6	23,6	2,2	30,3	2,0
Jul <sup>(p)</sup>	46,7	44,2	8,7	14,4	23,7	20,5	18,1	1,0	22,2	-2,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 III TR	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
IV TR	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 I TR	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
II TR	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
2022 Feb	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
Mar	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
Abr	4,5	5,4	5,7	1,9	5,1	4,3	4,6	3,1	5,2	-0,2
May	5,0	6,0	7,2	4,6	4,5	4,4	4,6	3,4	5,3	-0,2
Jun	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
Jul <sup>(p)</sup>	6,6	7,7	15,4	7,5	3,8	4,5	4,5	3,3	5,3	-0,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2021 II TR	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
III TR	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,7	415,2	139,0	146,0
IV TR	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 I TR	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
2021 Nov	706,9	6.905,3	1.830,9	37,7	2.011,7	3.025,1	1.388,8	399,5	144,5	149,9
Dic	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 Ene	723,6	6.900,3	1.846,5	36,8	2.013,4	3.003,5	1.359,3	358,2	165,3	158,8
Feb	731,5	6.882,4	1.836,6	36,5	2.007,6	3.001,8	1.375,0	345,1	166,0	159,4
Mar	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
Abr <sup>3)</sup>	768,5	6.893,2	1.845,5	35,6	2.010,8	3.001,3	1.344,3	448,1	180,6	171,6
Operaciones										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-33,2	-74,2	-5,0	-39,8	85,8	-121,0	-93,8	-11,3	-2,3
2021 II TR	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
III TR	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,1	29,7	15,3	11,5
IV TR	106,7	11,6	-13,3	-1,6	6,1	20,3	-71,2	27,2	-20,2	-9,2
2022 I TR	-53,2	-41,6	-18,1	-1,3	-31,3	9,1	-24,0	-177,9	34,0	34,7
2021 Nov	-32,3	-12,1	-13,4	-0,5	0,8	1,0	-31,3	-63,6	4,6	2,2
Dic	90,4	6,6	7,8	-0,6	-18,4	17,8	-37,5	26,6	-25,7	-13,1
2022 Ene	-69,5	-7,8	-10,2	-0,3	5,0	-2,3	-2,5	-96,4	46,4	29,0
Feb	7,9	-18,8	-10,2	-0,3	-6,3	-2,0	-8,6	-43,0	0,5	0,7
Mar	8,4	-15,0	2,3	-0,7	-30,0	13,4	-12,9	-38,6	-12,9	5,0
Abr <sup>3)</sup>	28,1	32,4	-4,9	-0,2	0,1	37,4	-43,9	52,2	27,6	7,2
Tasas de crecimiento										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 II TR	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
III TR	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
IV TR	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 I TR	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 Nov	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,5	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dic	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Ene	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,6	2,8	-	-	12,1	13,1
Feb	6,2	-0,5	-4,4	-11,9	-0,7	2,4	-	-	14,0	14,3
Mar	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
Abr <sup>3)</sup>	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,9	3,4	-	-	35,8	36,6

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 II TR	-6,8	.	.	.	.	-5,3
III TR	-6,1	.	.	.	.	-4,7
IV TR	-5,1	.	.	.	.	-3,6
2022 I TR	-3,9	.	.	.	.	-2,4

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 II TR	46,5	46,0	12,8	12,9	15,5	0,6	53,3	48,6	10,5	6,0	1,5	24,9	4,7
III TR	46,8	46,1	13,0	13,0	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
IV TR	47,4	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2022 I TR	47,3	46,6	13,3	13,3	15,2	0,7	51,2	46,5	10,1	5,9	1,5	23,8	4,7

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

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

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 II TR	98,2	3,1	13,9	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	97,6	3,0	13,9	80,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	95,7	3,0	13,7	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 I TR	95,6	3,0	13,4	79,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda							Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación	
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen			Otros
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 II TR	3,4	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,4	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
III TR	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
IV TR	-1,7	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2022 I TR	-4,4	2,4	0,5	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-7,3	4,5

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

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

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

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

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 II TR	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
III TR	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
IV TR	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 I TR	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
2022 Feb	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
Mar	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
Abr	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5
May	14,5	13,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5
Jun	14,7	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,0	-0,2	1,9	1,7	0,1	0,4
Jul	14,3	13,0	4,5	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 II TR	-6,5	-5,0	-4,3	-4,3	-11,0	-8,4	-8,2	-8,9	-6,4	
III TR	-6,9	-4,3	-3,9	-3,1	-9,8	-7,8	-7,9	-8,0	-4,7	
IV TR	-5,5	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,4	-7,2	-1,7	
2022 I TR	-5,5	-2,6	-1,7	-0,1	-5,0	-5,4	-5,0	-6,4	-0,1	
Deuda pública										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 II TR	113,8	69,6	19,6	58,9	207,5	122,7	113,7	155,7	111,4	
III TR	111,5	69,3	19,7	57,4	201,6	121,7	115,0	154,6	109,0	
IV TR	108,4	69,3	18,1	55,3	193,3	118,4	112,5	150,8	103,6	
2022 I TR	107,9	68,2	17,6	53,1	189,3	117,7	114,4	152,6	104,9	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 II TR	-7,7	-5,4	-0,5	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,5	-5,0
III TR	-6,3	-3,5	-0,2	-8,0	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,9	-4,4
IV TR	-7,3	-1,0	0,9	-7,9	-2,6	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,7
2022 I TR	-5,1	0,0	0,8	-8,0	-1,5	-3,9	-1,5	-4,1	-5,4	-2,0
Deuda pública										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 II TR	43,2	44,6	26,1	58,8	54,5	86,4	135,3	80,1	61,1	74,5
III TR	43,5	45,1	25,3	56,3	52,8	84,5	130,6	79,7	61,2	73,8
IV TR	44,8	44,3	24,3	56,4	52,4	83,0	127,4	74,7	63,1	72,3
2022 I TR	42,8	40,4	22,3	57,6	50,7	84,1	127,0	75,1	62,4	71,9

Fuente: Eurostat.



© Banco Central Europeo, 2022

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 7 de septiembre de 2022.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-22-006-ES-N (edición electrónica)