



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3/2023



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	13
3 Precios y costes	21
4 Evolución de los mercados financieros	27
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	30
Recuadros	40
1 La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos	40
2 Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro	48
3 La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro	54
4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	59
5 Indicadores de las presiones de los precios industriales en la inflación de los bienes de consumo	63
6 Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021	69
7 El gasto público en la zona del euro durante la crisis de la pandemia: una perspectiva desde la Clasificación de las funciones de las Administraciones Públicas	77
8 EUROPOP2023: tendencias demográficas y sus implicaciones económicas para la zona del euro	81
Artículos	87
1 El impacto del Brexit en el comercio y el mercado laboral del Reino Unido	87
2 El impacto del reciente repunte de la inflación en los hogares	89

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

Las perspectivas de inflación siguen demasiado altas y lo han sido durante demasiado tiempo. A la luz de las presiones inflacionistas elevadas y sostenidas, en su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En conjunto, la última información disponible respalda, en líneas generales, la valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo que el Consejo de Gobierno realizó en su reunión de política monetaria anterior, el 16 de marzo. Aunque la inflación general ha descendido durante los últimos meses, las presiones subyacentes sobre los precios siguen siendo fuertes. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y monetarias de la zona del euro, mientras que los desfases y la intensidad de la transmisión a la economía real siguen siendo inciertos.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en su objetivo del 2 % a medio plazo y que se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Los tipos de interés oficiales del BCE siguen siendo el instrumento principal del Consejo de Gobierno para fijar la orientación de la política monetaria. Asimismo, el Consejo de Gobierno continuará reduciendo la cartera del programa de compras de activos del Eurosistema (APP) a un ritmo medido y predecible. En línea con estos principios, el Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023.

Actividad económica

A principios de 2023, la actividad económica global fue más vigorosa de lo esperado. La economía mundial se vio respaldada por la reapertura económica de China tras la finalización de su política de COVID cero, así como por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo estadounidense, pese al significativo

endurecimiento de la política monetaria. Con todo, los flujos comerciales continuaron siendo relativamente débiles, ya que la recuperación de la actividad se concentró en componentes de la demanda menos intensivos en comercio, como los servicios. La inflación general mundial sigue disminuyendo, mientras que la subyacente se mantiene en niveles elevados.

Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. La bajada de los precios de la energía, la reducción de los cuellos de botella en la oferta y el respaldo de la política fiscal a las empresas y los hogares han contribuido a la capacidad de resistencia de la economía. Al mismo tiempo, es probable que la demanda interna privada, especialmente de consumo, se haya mantenido débil.

Si bien la confianza de las empresas y de los consumidores se ha recuperado de forma sostenida en los últimos meses, sigue siendo más débil que antes de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo. El Consejo de Gobierno observa una divergencia entre los distintos sectores de la economía. El sector manufacturero está atendiendo una abultada cartera de pedidos pendientes, pero sus perspectivas están empeorando. Los servicios han crecido con más fuerza, especialmente debido a la reapertura de la economía.

La renta de los hogares se está beneficiando de la fortaleza del mercado laboral, y la tasa de desempleo se ha situado en un nuevo mínimo histórico del 6,5 % en marzo. El empleo ha seguido creciendo y el total de horas trabajadas supera los niveles anteriores a la pandemia. Al mismo tiempo, el número medio de horas trabajadas es aún ligeramente inferior a su nivel anterior a la pandemia y su recuperación se ha estancado desde mediados de 2022.

En el contexto de la resolución de la crisis energética, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir también a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la publicación de las propuestas legislativas de la Comisión Europea para la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, que debería concluirse en breve.

Inflación

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación se situó en el 7,0 % en abril, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo. Aunque los efectos de base se han traducido en un cierto incremento de la inflación de los precios energéticos, desde el -0,9 % en marzo hasta el 2,5 % en abril, la tasa se sitúa bastante por debajo de los niveles

registrados después del inicio de la guerra de Rusia contra Ucrania. Sin embargo, la inflación de los precios de los alimentos sigue siendo elevada y alcanzó el 13,6 % en abril, tras el 15,5 % de marzo.

Las presiones sobre los precios siguen siendo intensas. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, fue del 5,6 % en abril, tras descender ligeramente en comparación con marzo y volver a su nivel de febrero. El aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el 6,2 % en abril, frente al 6,6 % registrado en marzo, mes en que descendió por primera vez en varios meses. En cambio, la inflación de los servicios se incrementó hasta el 5,2 % en abril, desde el 5,1 % de marzo. La inflación sigue viéndose impulsada por la transmisión gradual de las subidas de los costes de la energía y los cuellos de botella en la oferta observados anteriormente. En los servicios, especialmente, también está siendo aún estimulada por la demanda embalsada debida a la reapertura de la economía y por el alza de los salarios. La información disponible hasta marzo sugiere que los indicadores de la inflación subyacente se mantienen elevados.

Las presiones salariales han seguido intensificándose, dado que los trabajadores, en un contexto de solidez de los mercados de trabajo, han recuperado parte del poder adquisitivo perdido como consecuencia de la alta inflación. Por otra parte, en algunos sectores, las empresas han podido incrementar sus márgenes debido a los desajustes entre oferta y demanda y la incertidumbre debida a los elevados niveles y la volatilidad de la inflación. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores han aumentado y requieren un seguimiento continuo.

Evaluación de riesgos

Si las renovadas tensiones en los mercados financieros persisten, supondrían un riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento, ya que podrían endurecer las condiciones crediticias generales más de lo previsto y erosionar la confianza. La guerra de Rusia contra Ucrania también sigue representando un importante riesgo a la baja para la economía. Sin embargo, si la reciente reversión de las anteriores perturbaciones de oferta adversas continúa, podría impulsar la confianza y respaldar un crecimiento mayor de lo esperado actualmente. El mantenimiento de la capacidad de resistencia del mercado de trabajo también podría traducirse en un crecimiento mayor de lo previsto, al fomentar la confianza y el gasto de los hogares.

Las perspectivas de inflación todavía están sujetas a riesgos alcistas considerables, entre los que se incluyen las presiones latentes existentes, que podrían llevar a una subida de los precios minoristas mayor de lo esperado a corto plazo. Además, la guerra de Rusia contra Ucrania podría volver a ejercer presión al alza sobre los costes de la energía y de los alimentos. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Los acuerdos salariales negociados recientemente han aumentado los riesgos alcistas para la

inflación, especialmente si los márgenes siguen siendo elevados. Entre los riesgos a la baja se incluyen tensiones renovadas en los mercados financieros, que podrían reducir la inflación a un ritmo más rápido del proyectado. Un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una ralentización más acusada del crédito bancario o una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en un descenso de las presiones inflacionistas mayor de lo esperado hasta ahora, sobre todo a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

El sector bancario de la zona del euro ha mostrado capacidad de resistencia frente a las tensiones que se produjeron en los mercados financieros antes de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Las subidas de los tipos de interés oficiales por parte del Consejo de Gobierno se están transmitiendo con fuerza a los tipos de interés sin riesgo y a las condiciones de financiación para las empresas, los hogares y las entidades de crédito. En el caso de las empresas y los hogares, el crecimiento de los préstamos se ha debilitado debido al aumento de los tipos de interés aplicables, al endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y a la disminución de la demanda. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente señaló un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en general, que fue más acusado de lo que las entidades preveían en la encuesta anterior y que sugiere que la dinámica del crédito podría seguir debilitándose. La debilidad del crédito ha hecho que el crecimiento del dinero también haya seguido desacelerándose.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 3,75 %, el 4,00 % y el 3,25 %, respectivamente, con efectos a partir del 10 de mayo de 2023.

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

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

forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

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

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

Conclusión

En síntesis, las perspectivas de inflación siguen demasiado altas y lo han sido durante demasiado tiempo. A la luz de las presiones inflacionistas elevadas y sostenidas, en su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En conjunto, la última información disponible respalda, en líneas generales, la valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo que el Consejo de Gobierno realizó en su reunión de política monetaria anterior, el 16 de marzo. Aunque la inflación general ha descendido durante los últimos meses, las presiones subyacentes sobre los precios siguen siendo fuertes. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y monetarias de la zona del euro, mientras que los desfases y la intensidad de la transmisión a la economía real siguen siendo inciertos.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en su objetivo del 2 % a medio plazo y que se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

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

Entorno exterior

A principios de 2023, la actividad económica global fue más vigorosa de lo esperado. La economía mundial se vio respaldada por la reapertura económica de China tras la finalización de su política de COVID cero, así como por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo estadounidense, pese al significativo endurecimiento de la política monetaria. Con todo, los flujos comerciales continuaron siendo relativamente débiles, ya que la recuperación de la actividad se concentró en componentes de la demanda menos intensivos en comercio, como los servicios. La inflación general en las economías de la OCDE sigue disminuyendo, mientras que la subyacente se mantiene en niveles elevados.

La actividad económica global sorprendió al alza a principios del año. Los nuevos datos sobre las economías emergentes y las avanzadas fueron mejores de lo esperado, en gran parte como consecuencia de la reapertura económica de China (gráfico 1). El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad aumentó de nuevo en marzo y alcanzó el valor de 51,8 en el primer trimestre, frente a 48,4 del trimestre anterior. Los datos del PMI señalan una divergencia creciente entre los servicios, que en marzo registraron su nivel más alto de los ocho últimos meses, y las manufacturas, que siguieron adentrándose en terreno contractivo en algunas economías avanzadas importantes.

Gráfico 1

Índice de sorpresas económicas de Citigroup

(índice)



Fuentes: Citigroup, Haver y cálculos del BCE.

Notas: El índice es una media ponderada de las desviaciones típicas históricas de sorpresas en los datos (diferencia entre las expectativas y los datos publicados) de varios indicadores económicos, y promedia las observaciones diarias en una ventana móvil de tres meses. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

A diferencia del impulso positivo de la actividad económica, el comercio internacional sigue falto de dinamismo.

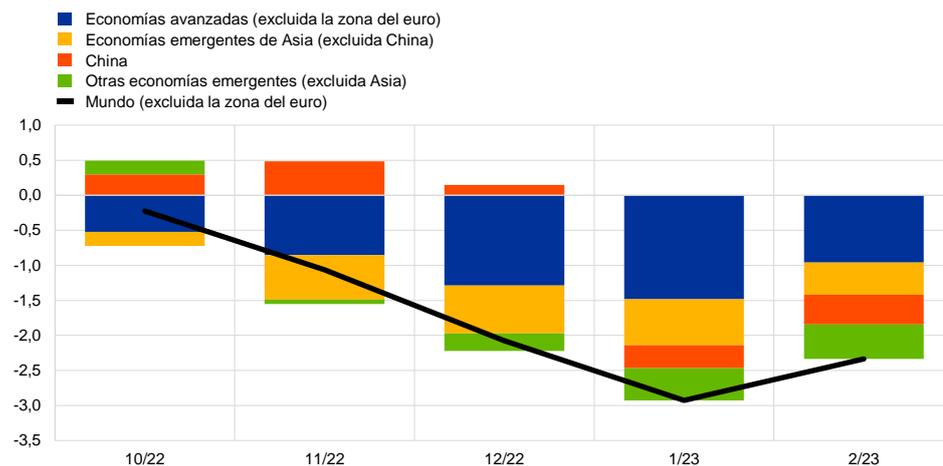
El ritmo de crecimiento del comercio mundial de mercancías (en términos intertrimestrales) continuó siendo negativo en febrero (gráfico 2). La debilidad de los flujos comerciales en comparación con la actividad económica se debe, en parte, a efectos de composición, ya que el repunte reciente de la actividad estuvo determinado fundamentalmente por los servicios menos intensivos en comercio y por el consumo. Se espera que los intercambios comerciales se recuperen gradualmente, beneficiándose asimismo de la

normalización de las restricciones de oferta a escala mundial. El PMI de escasez de suministros volvió a mejorar en marzo, tras superar el valor neutral en febrero por primera vez desde el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19).

Gráfico 2

Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

(importaciones reales, tasas de variación de tres en tres meses)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

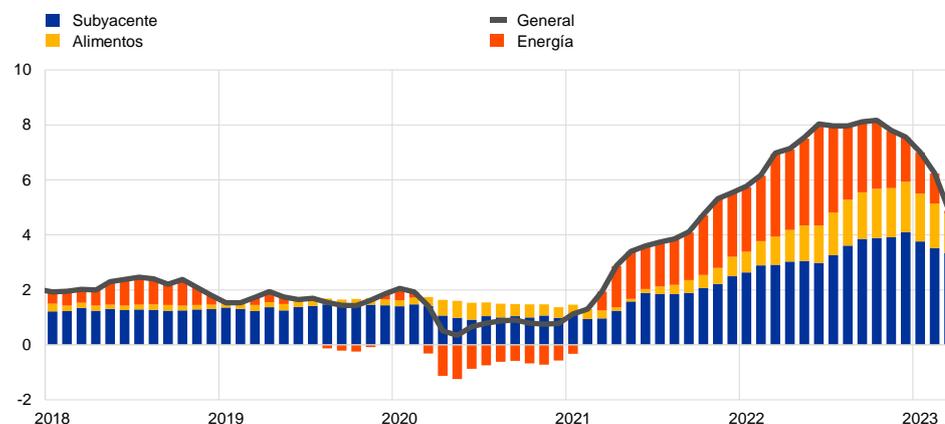
La inflación en las economías de la OCDE continuó disminuyendo, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo persistentemente elevadas.

En marzo, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE (excluida Turquía) experimentó un descenso acusado y se situó en el 5,8 % en tasa interanual, frente al 7,3 % de febrero, debido principalmente a la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía (gráfico 3). En cambio, sin la energía y los alimentos, la inflación subyacente en los países miembros de la citada organización (excluida Turquía) continúa apuntando a una mayor persistencia de las presiones inflacionistas subyacentes, y en marzo se desaceleró hasta el 4,5 %, desde el 4,8 % de febrero.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

Los precios del petróleo prácticamente no han variado (+1 %) desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, ya que la subida que experimentaron en respuesta al recorte de la oferta por parte del grupo de países que integran la OPEP+ se vio contrarrestado por la inquietud acerca de la demanda en el contexto de las tensiones recientes en el sector bancario de Estados Unidos.

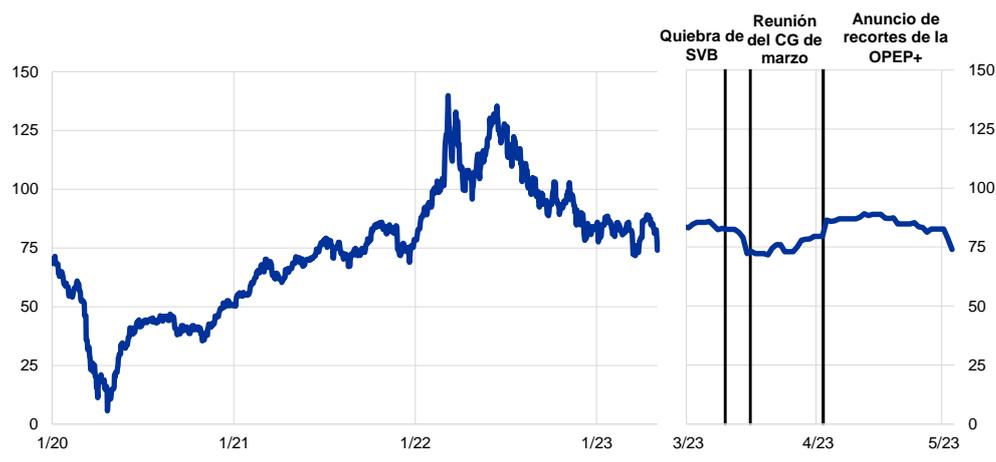
Los precios del crudo se incrementaron un 9 % inmediatamente después de que la OPEP+ anunciara planes para reducir la producción en unos 1,7 millones de barriles diarios (gráfico 4). Esta organización comunicó su intención de actuar de forma preventiva para estabilizar los mercados de petróleo en previsión de una disminución de la demanda mundial de esta materia prima. Sin embargo, las subidas de los precios del crudo tras el anuncio de la OPEP+ prácticamente se revirtieron ampliamente porque los precios siguieron viéndose afectados por riesgos a la baja para la demanda de Estados Unidos en el contexto de las tensiones que se han producido recientemente en el sector bancario. No obstante, si estos riesgos a la baja no se materializan, cabe señalar que los recortes de la producción se llevarán a efecto en la segunda mitad de 2023, cuando la Agencia Internacional de la Energía espera que se produzca un déficit de oferta de petróleo. Los precios europeos del gas descendieron un 13 % y se situaron por debajo de 40 EUR/MWh, al tiempo que la UE inicia la temporada de reposición de existencias de gas con unos niveles de almacenamiento en máximos históricos. Con la prolongación de las medidas de ahorro de gas de la UE —que prevén una reducción del 15 % del consumo de gas por parte de los Estados miembros entre el 1 de abril de 2023 y el 31 de marzo de 2024— la UE va por el camino adecuado para lograr su objetivo de unos niveles de almacenamiento del 90 % en noviembre de 2023. Los precios de las materias primas no energéticas prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias continuaron viéndose afectados por graves sequías en Argentina y por los anuncios de prohibiciones temporales de las importaciones de cereal ucraniano impuestas por Polonia, Hungría y Eslovaquia, que contrarrestaron los efectos de la ampliación de la Iniciativa de Cereales del Mar Negro en los precios de los cereales.

Por otra parte, los precios de los metales se vieron favorecidos por el aumento de la demanda china tras la reapertura reciente de la economía de ese país, pero se vieron lastrados por la preocupación acerca de la demanda mundial en un contexto de tensiones en el sector bancario.

Gráfico 4

Evolución de los precios del petróleo

(dólares estadounidenses por barril)



Fuente: Refinitiv.

Notas: Las líneas señalan los siguientes acontecimientos: 10 de marzo de 2023: quiebra del banco Silicon Valley Bank, 16 de marzo de 2023: reunión del Consejo de Gobierno de marzo y 2 de abril de 2023: anuncio de recortes por parte de la OPEP+. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

En Estados Unidos, la actividad económica se está moderando, debido a la debilidad de la demanda interna. En el primer trimestre de 2023, el PIB creció un 0,3 % (de tres en tres meses), la mitad que el trimestre anterior, principalmente como consecuencia de la disminución de las existencias del sector privado y del debilitamiento de la inversión no residencial. El consumo privado recuperó impulso como resultado de una bajada excepcional de los impuestos en enero, aunque siguió siendo débil durante el resto del trimestre. La quiebra del banco Silicon Valley Bank (SVB) desencadenó un episodio breve pero intenso de tensiones en el sector bancario que provocó un endurecimiento de las condiciones crediticias que podría lastrar el gasto en consumo. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue mostrando capacidad de resistencia, pese al endurecimiento de la política monetaria. El crecimiento de los salarios nominales se está moderando, pero se mantiene en niveles elevados, lo que apunta a un mercado laboral tensionado. En marzo, la inflación general interanual experimentó un descenso y se situó en el 5 %, desde el 6 % registrado en febrero, debido fundamentalmente a efectos de base en los precios de la energía relacionados con la subida de estos precios tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022. Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo elevadas y la inflación subyacente registró un aumento marginal en marzo, hasta el 5,6 %, debido a la alta inflación que se observa actualmente en el sector servicios.

La economía china se está recuperando con rapidez. En el primer trimestre de este año, el crecimiento económico fue mayor de lo esperado, después del retroceso que experimentó la actividad económica en torno al cambio de año

asociado a la retirada de la política de COVID cero y al consiguiente aumento de los contagios por COVID-19. Ese trimestre, el PIB avanzó un 2,2 % en tasa intertrimestral. El repunte del gasto en consumo se adelantó más de lo previsto, con el consumo y la actividad de los servicios como motor del crecimiento, mientras que las manufacturas y la inversión continuaron siendo débiles. Mientras tanto, el sector inmobiliario está mostrando señales de incipiente recuperación. Las construcciones terminadas y las ventas de inmuebles residenciales aumentaron a principios del año en términos intermensuales, mientras que se mantuvieron relativamente estables en tasa interanual. Los precios medios de la vivienda se incrementaron por primera vez en 18 meses, impulsados por los desarrollos registrados en las ciudades de mayor tamaño y más desarrolladas del país.

En Japón, la actividad económica se estuvo recuperando en el primer trimestre del año, y las presiones inflacionistas se generalizaron en mayor medida. Los datos de alta frecuencia sugieren que es posible que el gasto en consumo y la confianza estén repuntando, sosteniendo moderadamente la demanda interna pese al persistente descenso de los salarios reales. La inflación general interanual disminuyó de manera acusada en febrero, reflejo del impacto de las nuevas subvenciones a la energía por parte del Gobierno. Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes se están generalizando, y la inflación subyacente siguió aumentando hasta el 2,3 % en marzo, el nivel más elevado desde 1992 (si se excluyen los efectos de la subida del IVA). Además, es probable que las presiones salariales se acrecienten, ya que las primeras rondas de las negociaciones salariales de primavera (*Shunto*) apuntan a subidas sustanciales de los salarios en comparación con años anteriores. Por lo que respecta a los mercados de renta fija, las considerables presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública japonesa en los últimos meses empezaron a moderarse tras la caída de los rendimientos a escala mundial en un contexto de tensiones en el sector bancario. En general, los rendimientos de la deuda pública a diez años ahora se sitúan ligeramente por debajo de los límites superiores del objetivo impuesto por el Banco de Japón.

El Reino Unido evitó entrar en recesión, pero las perspectivas económicas siguen siendo débiles. El PIB se incrementó un 0,1 % (de tres en tres meses) en los tres meses transcurridos hasta febrero, impulsado principalmente por la mejora observada en los servicios y la construcción. Mientras que la economía evitó una recesión técnica, la disminución de los salarios reales, las subidas de los tipos de interés y la desaceleración del mercado de la vivienda siguen suponiendo un lastre para la actividad económica y apuntan a un crecimiento anémico en los meses restantes del año. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias parecen mantenerse estables tras las tensiones registradas recientemente en los mercados financieros. La inflación general interanual medida por el IPC sigue siendo muy elevada y en marzo se situó en el 10,1 %, por encima de las expectativas de los mercados, mientras que la inflación subyacente se mantuvo sin variación en el 6,2 %. El Gobierno prorrogó de abril a junio las subvenciones a la energía, lo que reducirá la tasa interanual de inflación en 1 punto porcentual a partir del segundo trimestre de 2023. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes sigan siendo elevadas hasta mediados de 2024.

La subida de los precios de consumo y el debilitamiento de la demanda externa pueden frenar el crecimiento en economías emergentes importantes.

El PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se mantuvo en terreno contractivo en marzo en las economías emergentes, y también se deterioró en varios países con respecto a febrero. Por otra parte, la alta inflación también está afectando a las perspectivas de crecimiento en dichas economías, ya que erosiona el poder adquisitivo de los consumidores. Aunque la bajada de los precios de la energía y de los alimentos, así como la disipación gradual del impacto de anteriores depreciaciones de las monedas de varios países emergentes, contribuyen a la reducción de la inflación general, la inflación subyacente continúa siendo elevada y muestra solo leves indicios de retroceso. La recuperación de China proporciona cierto respaldo a corto plazo al crecimiento en Asia, pero es improbable que su efecto persista en un entorno de desaceleración de la demanda mundial.

2 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. La bajada de los precios de la energía, la reducción de los cuellos de botella en la oferta y el respaldo de la política fiscal a las empresas y los hogares han contribuido a la capacidad de resistencia de la economía. Al mismo tiempo, es probable que la demanda interna privada, especialmente de consumo, se haya mantenido débil. Si bien la confianza de las empresas y los consumidores se ha recuperado de forma sostenida en los últimos meses, sigue siendo más baja que antes de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo. El sector manufacturero está atendiendo una abultada cartera de pedidos pendientes, pero sus perspectivas están empeorando. Entretanto, los servicios están creciendo con más fuerza, especialmente debido a la reapertura de la economía. Las rentas de los hogares se están beneficiando de la fortaleza del mercado laboral, y la tasa de paro se ha situado en un nuevo mínimo histórico. En el contexto de la resolución de la crisis energética, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, en especial en el sector energético, podrían contribuir también a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. Los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento están relacionados con las renovadas y persistentes tensiones en los mercados financieros, así como con la guerra de Rusia contra Ucrania. Sin embargo, una reversión sostenida de las anteriores perturbaciones adversas de oferta, así como el mantenimiento de la fortaleza del mercado de trabajo, también podrían dar lugar a un crecimiento mayor de lo previsto.

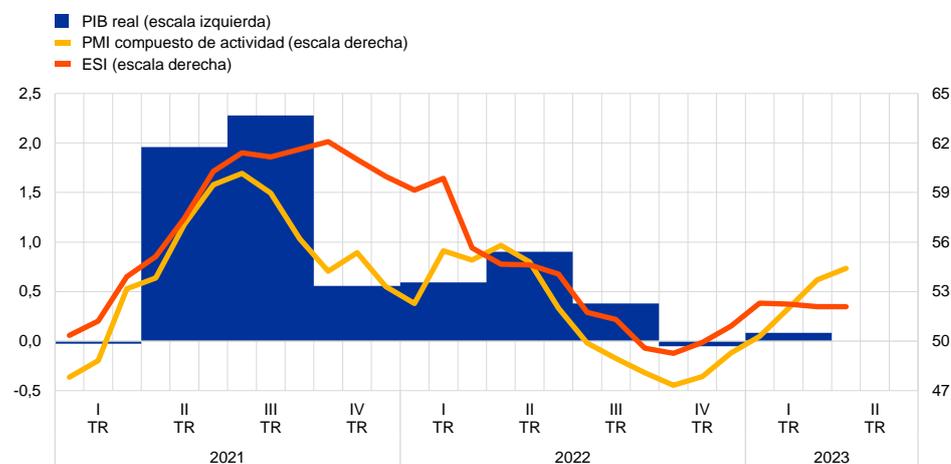
El producto de la zona del euro creció ligeramente en el primer trimestre de 2023. Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, el crecimiento aumentó un 0,1 % en el primer trimestre del año, después de estancarse a finales de 2022 (gráfico 5). Varios factores están determinando el crecimiento de la zona del euro en la coyuntura actual. La actividad se está viendo estimulada por las medidas de apoyo fiscal que están contribuyendo a contener el impacto negativo de la alta inflación de la energía, así como por la fortaleza de los mercados de trabajo. Sin embargo, persisten factores adversos en forma de unos niveles de inflación que continúan siendo elevados y de endurecimiento adicional de las condiciones de financiación¹. Aunque no se dispone aún de una descomposición del crecimiento por factores coadyuvantes, los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles sugieren que, por el lado del gasto, la debilidad de la demanda interna privada se vio contrarrestada por la mayor capacidad de resistencia de las exportaciones.

¹ Véase el recuadro titulado «Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021» en este Boletín Económico.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el PIB real y a abril de 2023 para el ESI y el PMI compuesto de actividad.

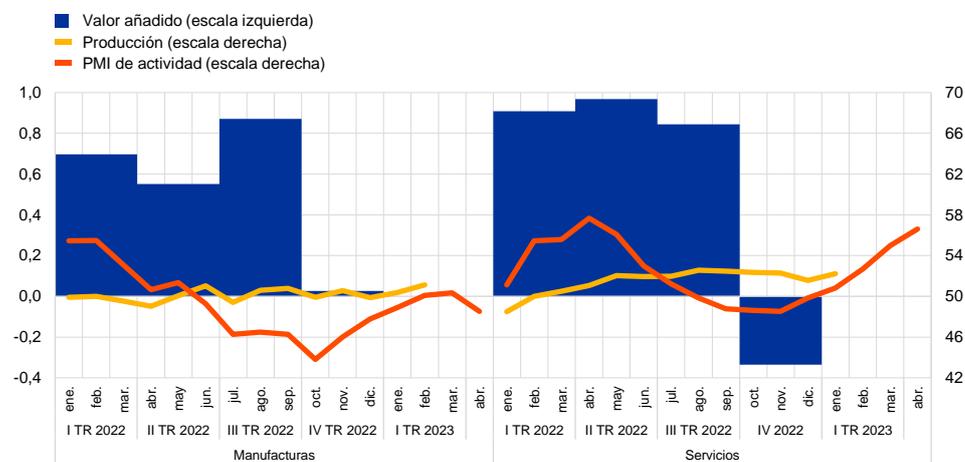
Los datos disponibles hasta ahora para el segundo trimestre de 2023 sugieren que el crecimiento continuó siendo positivo, pero moderado. En abril de 2023, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro alcanzó un valor de 54,4, superior a su media del primer trimestre (52) y en línea con un nivel de producto en expansión. Este aumento estuvo impulsado exclusivamente por la actividad de los servicios, que ahora se sitúa muy por encima del umbral de expansión de 50 al beneficiarse de la continuación de la reapertura de la economía (gráfico 6). Pese a verse respaldado por la solidez de las carteras de pedidos, el índice de producción de las manufacturas descendió hasta situarse por debajo de 50, en parte como consecuencia de los efectos desfavorables de las huelgas en Francia, donde la producción manufacturera cayó hasta su nivel más bajo desde mayo de 2020. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea muestra una imagen bastante similar. Los participantes en la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), realizada a principios de abril, preveían un crecimiento reducido, pero positivo, en el segundo trimestre de 2023, seguido de una leve aceleración en el tercer trimestre². A medida que vayan remitiendo poco a poco los efectos adversos de la invasión rusa de Ucrania —vinculados a la inflación alta, la incertidumbre elevada y la reducida demanda externa— se espera una recuperación gradual gracias a la capacidad de resistencia del mercado laboral y a la relajación adicional de las condiciones de oferta.

² Véase «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023», nota de prensa, BCE, Frankfurt am Main, 5 de mayo de 2023.

Gráfico 6

Valor añadido, producción y PMI de las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice, febrero de 2021 = 50, índice de difusión)



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

Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022 para el valor añadido y a abril de 2023 para el PMI de actividad. En el panel de las manufacturas, la última observación para la producción corresponde a febrero de 2023, mientras que en el panel de los servicios se refiere a enero de 2023 (con una estimación para febrero de 2023 basada en los datos nacionales disponibles).

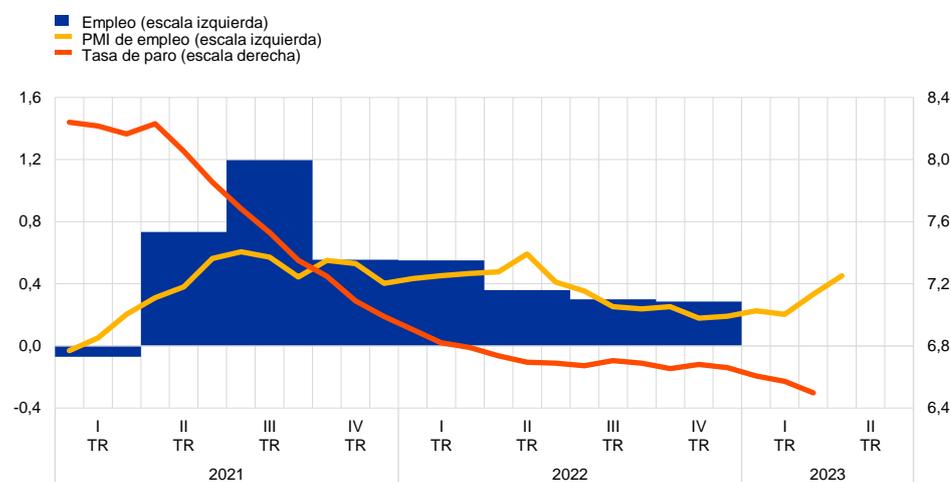
El mercado de trabajo en la zona del euro mantiene su capacidad de resistencia.

La tasa de paro se situó en el 6,5 % en marzo de 2023, ligeramente inferior a la tasa del 6,6 % registrada en febrero y 0,9 puntos porcentuales por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, en febrero de 2020 (gráfico 7). En términos intertrimestrales, el empleo total registró un avance del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022, después de crecer un 0,3 % en el tercero, respaldado por el aumento de la población activa (que se vio impulsado, entre otros factores, por los mayores flujos migratorios de entrada). Como resultado de la recuperación de la economía tras la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia, prácticamente se dejó de recurrir a los programas de mantenimiento del empleo, con lo que el porcentaje de la población activa acogido a estos programas volvió a situarse en la cota previa a la pandemia, en torno al 0,3 %, al final de 2022. Sin embargo, las horas medias trabajadas en el cuarto trimestre de 2022 aún se situaban un 1,6 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia y neutralizaron parcialmente el fuerte crecimiento del empleo. El reducido nivel de las horas medias trabajadas fue una característica común en los principales sectores de la actividad económica. Aunque el número medio de horas trabajadas se redujo un 1,2 % en el sector industrial (excluida la construcción) y un 1,4 % en los servicios de mercado con respecto a los niveles prepandemia, la caída fue más sustancial en la construcción y en el sector público, de alrededor del -1,9 % y el -2,4 %, respectivamente. El número medio de horas trabajadas parece haberse visto afectado, además de por factores sectoriales, por el incremento de las bajas por enfermedad en la segunda mitad de 2022.

Gráfico 7

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen

apuntando a que el mercado laboral de la zona del euro mantiene su fortaleza.

En abril de 2023, el PMI compuesto de empleo se situó en 54,7. Este valor superior a 50 sugiere que el empleo seguirá creciendo en el primer y segundo trimestre del año. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador continúa señalando un fuerte crecimiento del empleo en los servicios, pero muestra signos de debilitamiento en las manufacturas. El PMI de empleo del sector de la construcción lleva en terreno contractivo desde abril de 2022.

Es probable que el crecimiento del consumo privado fuera reducido en el primer trimestre de 2023.

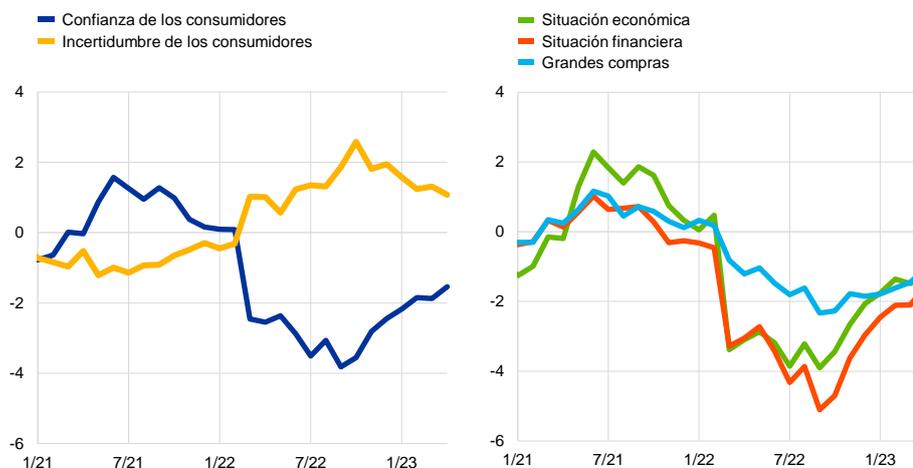
La dinámica negativa del consumo de los hogares en el cuarto trimestre de 2022 obedeció fundamentalmente a la debilidad del consumo de bienes, mientras que el de servicios mantuvo su fortaleza, en general, gracias a los prolongados efectos de la reapertura. Esta dicotomía probablemente continuó en el primer trimestre de 2023. La elevada inflación sigue lastrando la renta disponible, al tiempo que la persistencia de la incertidumbre está frenando el gasto en consumo. Las cifras de ventas minoristas en enero y febrero sugieren que es probable que el gasto en bienes se siguiera contrayendo en el primer trimestre. Las matriculaciones de automóviles descendieron en el citado trimestre, principalmente como consecuencia de la retirada de los incentivos para la adquisición de vehículos eléctricos en Alemania. En cambio, el consumo de servicios probablemente mostró más capacidad de resistencia en el primer trimestre, como apunta el PMI de servicios intensivos en contacto, que se mantuvo firmemente en terreno expansivo. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó recuperándose en el primer trimestre de 2023 (panel izquierdo del gráfico 8), pero desde niveles bajos, impulsado por una mejora de las expectativas de los hogares (panel derecho del gráfico 8). Los últimos datos económicos señalan que el gasto en consumo está aumentando, aunque todavía es débil. La confianza de los

consumidores volvió a mejorar en abril, pero permaneció en niveles reducidos. Pese a que las expectativas de actividad del comercio minorista registraron un leve deterioro, la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes se mantuvo resistente, por encima de su media histórica, y las expectativas de producción de bienes de consumo siguieron recuperándose. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores corrobora estas conclusiones, dado que indica que se espera un nivel bajo de compras de importe elevado, pero un incremento de las reservas de vacaciones.

La renta real disponible de los hogares disminuyó en el cuarto trimestre de 2022 debido a la alta inflación, pese a verse respaldada por la evolución vigorosa del mercado laboral. Al mismo tiempo, el ahorro de los hogares en relación con su renta disponible aumentó. Aunque es posible que la nueva disminución de la incertidumbre económica reduzca los incentivos para ahorrar, es probable que los tipos de interés más elevados y el endurecimiento de las condiciones crediticias impulsen el ahorro, limitando así el crecimiento del consumo a corto plazo.

Gráfico 8
Confianza, incertidumbre y expectativas de los hogares

(saldos netos normalizados)



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

La inversión empresarial habría vuelto a crecer a principios de 2023, tras registrar una contracción en el cuarto trimestre de 2022. En términos

intertrimestrales, la inversión real, excluida la construcción, se redujo un 5,8 % en el cuarto trimestre del pasado año. Si se excluye la importante contribución negativa de la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, habría disminuido un 0,3 % en tasa intertrimestral³. La producción hasta febrero de 2023 creció un 1,2 % con respecto al trimestre anterior, y el PMI de actividad aumentó en el sector de bienes de equipo en un contexto de disminución de las disrupciones de oferta y

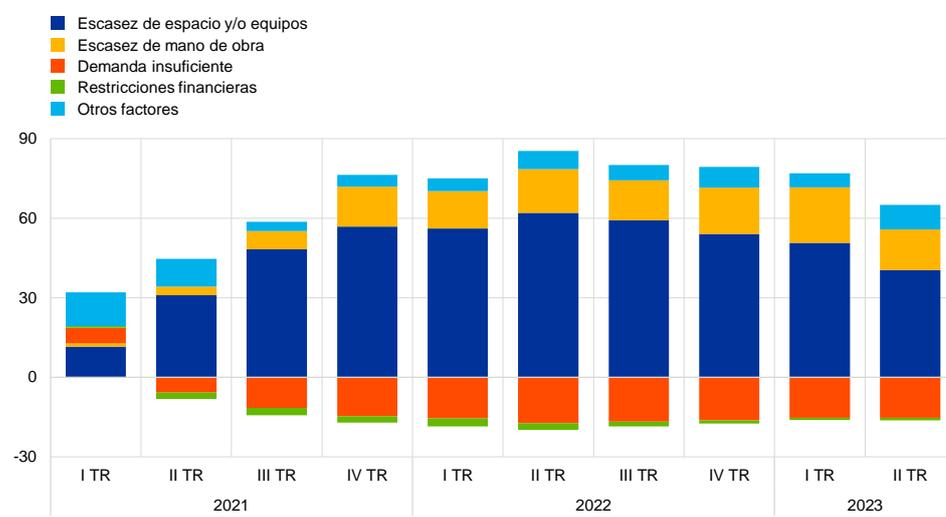
³ Véase el recuadro titulado «Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro» en este Boletín Económico.

de bajada de los costes energéticos⁴. Entretanto, la importancia relativa de la financiación interna de las empresas está creciendo conforme sube el coste de financiación y se endurecen los criterios de aprobación de los préstamos. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea muestran que la percepción de que la producción se está viendo limitada en el sector de bienes de equipo disminuyó en el segundo trimestre de 2023 con respecto al trimestre precedente, pese a que se mantiene por encima de las medias históricas, debido al menor impacto de los factores relacionados con el espacio y/o equipos, así como con la mano de obra (gráfico 9).

Gráfico 9

Factores limitadores de la producción en el sector de bienes de equipo

(variaciones de los saldos netos corregidos por la media)



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

Notas: Saldos netos ajustados por la media del período 2000-2019. Las últimas observaciones, referidas al segundo trimestre de 2023, proceden de los datos publicados correspondientes a abril de 2023.

Se espera que la inversión en vivienda siga siendo débil en la primera mitad de 2023 en un contexto de cierta volatilidad a corto plazo.

La inversión residencial podría haber repuntado en el primer trimestre de 2023, como sugiere el crecimiento de la producción del segmento de construcción de edificios en enero y febrero, del 3,7 %, en promedio, con respecto al cuarto trimestre de 2022. Este resultado refleja un fuerte efecto de base en un contexto de volatilidad de las condiciones meteorológicas y de persistencia de abultadas carteras de pedidos pendientes. Con todo, el dinamismo subyacente de la inversión en vivienda sigue contenido como consecuencia de la prolongada debilidad de la accesibilidad (aproximada por la renta media necesaria para afrontar el pago de la hipoteca de una vivienda normal) y de la rentabilidad (medida por la ratio de precios de la vivienda en relación con los costes de construcción, lo que se conoce como la «Q» de Tobin). Aunque la accesibilidad y la rentabilidad suelen moverse en direcciones opuestas, impulsadas por las fluctuaciones de los precios de la vivienda, ambas se

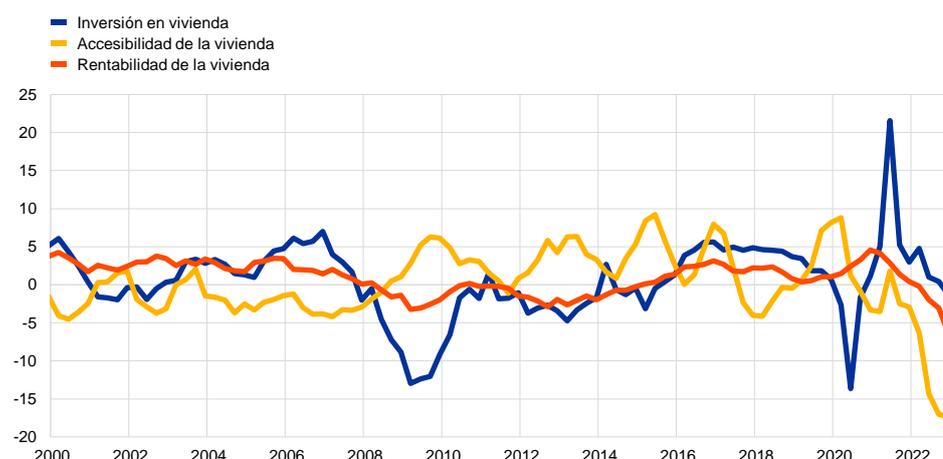
⁴ Los contactos de las empresas indican también que el crecimiento del sector de bienes de equipo obedeció a la disminución de las disrupciones de oferta; véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

contrajeron a un ritmo sin precedentes en el cuarto trimestre de 2022, debido a la subida de los tipos de interés hipotecarios y de los costes de construcción, respectivamente (gráfico 10). Es probable que este débil dinamismo de la inversión en vivienda persista en la primera mitad de 2023, como sugieren diversos indicadores. El PMI de actividad de la construcción residencial permaneció en terreno contractivo hasta marzo de 2023. El índice de tendencias recientes de actividad de la construcción que elabora la Comisión Europea continuó descendiendo hasta abril, principalmente como resultado de la reducción de la demanda, la creciente escasez de mano de obra y el endurecimiento de las condiciones financieras, pese a la disminución de las restricciones en el suministro de materiales. Las últimas encuestas del BCE, tanto la encuesta sobre expectativas de los consumidores (*Consumer Expectations Survey*) como la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*), también señalan la persistencia de unas expectativas de tipos de interés hipotecarios elevados y unas condiciones restrictivas de acceso al crédito para los hogares, a pesar de cierta moderación de las presiones de costes para las empresas⁵.

Gráfico 10

Inversión, accesibilidad y rentabilidad de la vivienda en la zona del euro

(variación interanual, porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La rentabilidad de la vivienda es la ratio de precios de la vivienda en relación con los costes de construcción (aproximados por el deflactor de la inversión en vivienda), lo que se conoce como la «Q» de Tobin. La accesibilidad de la vivienda se calcula siguiendo la metodología utilizada por la *National Association of Realtors* de Estados Unidos como la ratio de renta media de los hogares (aproximada por la renta bruta disponible per cápita de los hogares) en relación con las cuotas hipotecarias medias. Estas últimas se calculan como la cuota media de una hipoteca a quince años a un tipo de interés constante (medido por el tipo hipotecario a más de diez años) y el valor actual del principal (aproximado por los precios de la vivienda). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

El dinamismo de las exportaciones de la zona del euro siguió siendo contenido en los primeros meses del año, mientras que las importaciones continuaron reduciéndose. El dinamismo de las exportaciones de bienes de la zona del euro se ralentizó en febrero porque la moderación del comercio mundial superó los beneficios derivados de la disminución de las restricciones en las cadenas de suministro. Además, la evidencia empírica sugiere que las subidas de

⁵ Para un análisis de los determinantes estructurales de la disminución de la inversión en vivienda en la zona del euro y una comparación con Estados Unidos, véase el recuadro titulado «[La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos](#)» en este Boletín Económico.

los costes de la energía pueden haber afectado al comportamiento de las exportaciones⁶. Las importaciones continuaron disminuyendo, debido, en parte, al descenso de las importaciones de gas vinculado a las menores necesidades energéticas en el invierno 2022-2023 como consecuencia del debilitamiento de la demanda de gas. Las importaciones de manufacturas también se moderaron, en consonancia con la desaceleración de la demanda interna de la zona del euro. De cara al futuro, los indicadores de opinión señalan una recuperación moderada de las perspectivas relativas a las exportaciones y sugieren que los plazos de entrega de los proveedores del sector manufacturero han seguido acortándose y que la congestión portuaria se está reduciendo con rapidez en todo el mundo. Sin embargo, aunque los nuevos pedidos exteriores de este sector han mejorado, permanecen en terreno contractivo, lo que señala un ligero repunte de las exportaciones. El indicador de pedidos exteriores de los servicios muestra una pujanza mayor. En particular, los indicadores de turismo apuntan a una buena temporada estival.

⁶ Véase el recuadro titulado «[La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

3 Precios y costes

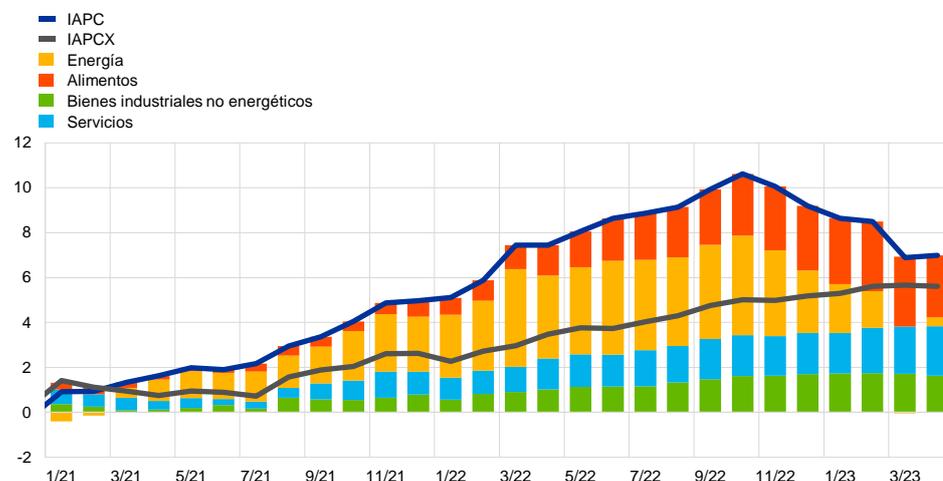
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 7 % en abril de 2023, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo. Las tasas de inflación de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos descendieron, mientras que la de los servicios registró un ligero incremento adicional. Las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas en todos los sectores, dado que los efectos de los elevados costes de la energía, los cuellos de botella en la oferta y la reapertura de la economía siguieron transmitiéndose. Esta evolución se reflejó en los últimos datos disponibles de los indicadores de la inflación subyacente, que se mantuvieron en niveles altos. Entretanto, los datos del cuarto trimestre de 2022 indican que las presiones salariales continuaron intensificándose en ese trimestre, y en algunos sectores aumentaron los márgenes empresariales. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores se han incrementado y requieren un seguimiento continuo.

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se situó en el 7 % en abril, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo. El incremento de abril obedeció al avance de la inflación de la energía, que pasó del -0,9 % al 2,5 % en el mismo período. Entretanto, la tasa de variación de los precios de los alimentos disminuyó y se situó en el 13,6 % en abril, frente al 15,5 % de marzo, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX) se redujo ligeramente hasta el 5,6 %, desde el 5,7 % registrado en marzo. Estas cifras siguen siendo elevadas, lo que sugiere que los anteriores repuntes de los costes de los insumos energéticos y los cuellos de botella en la oferta previos continúan transmitiéndose. Si bien la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó levemente hasta situarse en el 6,2 % en abril, la de los servicios se elevó hasta el 5,2 % (frente al 5,1 % de marzo), probablemente impulsada aún por la demanda embalsada debida a la reapertura de la economía y por el aumento de los salarios (gráfico 11).

Gráfico 11

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 abril de 2023 (estimación de avance).

El aumento de la inflación de la energía en abril reflejó un efecto de base al alza, mientras que los precios energéticos siguieron disminuyendo en términos intermensuales. La tasa de variación interanual de los precios de la energía se incrementó en la mayoría de las cinco economías más grandes de la zona del euro, aunque la heterogeneidad entre esos países continuó siendo considerable debido —entre otros factores— a diferencias en los *mix* de producción energética, las modalidades de contratación y los patrones de consumo, los enfoques regulatorios y las medidas de apoyo público. Las presiones latentes de los precios de la energía han continuado disminuyendo, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de la energía se situó en el 17,3 % en febrero de 2023, frente al máximo del 117,3 % alcanzado en agosto de 2022 (gráfico 12).

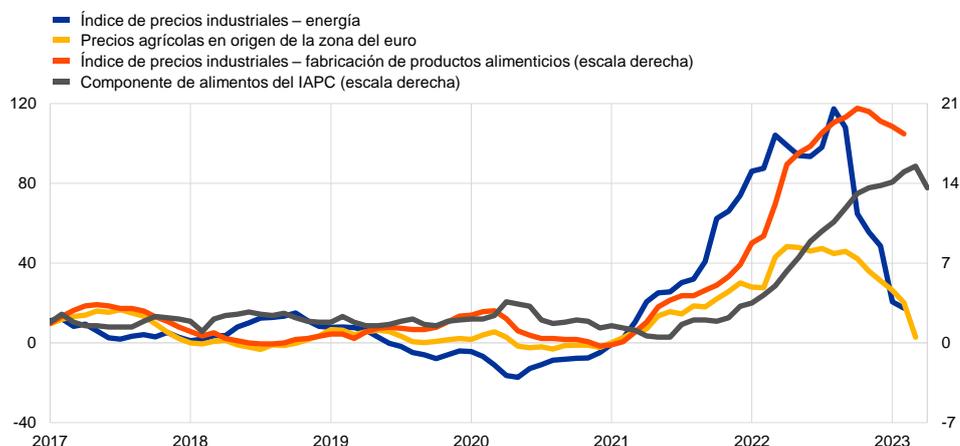
En abril, la tasa de variación de los precios de los alimentos de la zona del euro descendió por primera vez desde septiembre de 2021, con disminuciones de las tasas interanuales tanto de los alimentos elaborados como de los no elaborados. La inflación de los alimentos se situó en el 13,6 % en ese mes, frente al 15,5 % de marzo, con una caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados hasta el 10 % (frente al 14,7 % de marzo) debido a un acusado descenso intermensual de los precios. Esta disminución observada en los alimentos no elaborados reflejó probablemente una corrección a la baja después de dos meses de fuertes subidas de los precios. Además, la tasa de avance interanual de los precios de los alimentos elaborados también se redujo hasta situarse en el 14,7 % en abril, desde el 15,7 % de marzo, lo que refleja, sobre todo, un efecto de base a la baja (puesto que los precios de los alimentos elaborados siguieron aumentando en términos intermensuales). Este descenso sugiere que las presiones de costes acumuladas que afectan a los precios de los alimentos como resultado de los precios de los insumos energéticos y alimenticios pueden haber comenzado a remitir (gráfico 12).

En abril, la tasa de variación de los precios de los alimentos de la zona del euro descendió por primera vez desde septiembre de 2021, con disminuciones de las tasas interanuales tanto de los alimentos elaborados como de los no elaborados. La inflación de los alimentos se situó en el 13,6 % en ese mes, frente al 15,5 % de marzo, con una caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados hasta el 10 % (frente al 14,7 % de marzo) debido a un acusado descenso intermensual de los precios. Esta disminución observada en los alimentos no elaborados reflejó probablemente una corrección a la baja después de dos meses de fuertes subidas de los precios. Además, la tasa de avance interanual de los precios de los alimentos elaborados también se redujo hasta situarse en el 14,7 % en abril, desde el 15,7 % de marzo, lo que refleja, sobre todo, un efecto de base a la baja (puesto que los precios de los alimentos elaborados siguieron aumentando en términos intermensuales). Este descenso sugiere que las presiones de costes acumuladas que afectan a los precios de los alimentos como resultado de los precios de los insumos energéticos y alimenticios pueden haber comenzado a remitir (gráfico 12).

Gráfico 12

Precios del componente de alimentos del IAPC, costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 (estimación de avance) para el componente de alimentos del IAPC, a marzo de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a febrero de 2023 para los demás indicadores.

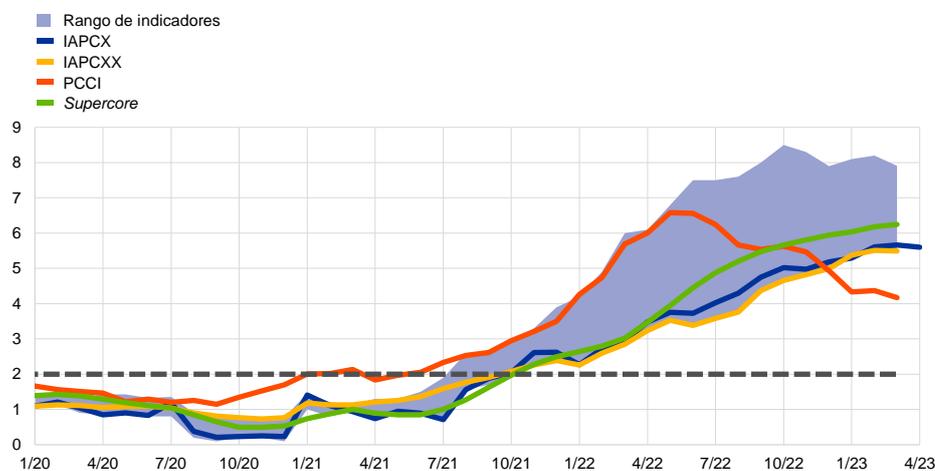
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados (gráfico 13).

Al mismo tiempo, la heterogeneidad en los niveles de los distintos indicadores siguió siendo considerable, lo que apunta a la incertidumbre que rodea a la dinámica de la inflación subyacente. Si bien se dispone de datos del IAPCX para abril, otras medidas de la inflación subyacente solo incluyen datos hasta marzo y han ido mostrando señales dispares. Los indicadores basados en la exclusión de componentes —como el IAPCXX (es decir, el IAPCX menos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado, que son componentes volátiles)— y el indicador de la inflación interna (que excluye componentes con un elevado contenido importador) permanecieron prácticamente sin variación en marzo, al igual que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente», que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo). Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes suelen expresarse en tasas de crecimiento interanual, por lo que sus señales pueden conllevar un desfase. El indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se expresa en tasa anualizada, registró un descenso en marzo (con independencia de si se incluye o no la energía). Más en general, las tasas de crecimiento a corto plazo de varios indicadores de la inflación subyacente, medida en términos de la evolución intermensual o intertrimestral, han comenzado a apuntar a una cierta moderación de las presiones inflacionistas. Esta reducción de los indicadores de la inflación subyacente sería acorde con la idea de que incluyen efectos indirectos del anterior repunte de los precios de la energía que ahora se están revirtiendo gradualmente, puesto que la evolución de los precios energéticos lleva meses moderándose.

Gráfico 13

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Al ir perdiendo importancia los costes de la energía, la evolución de los salarios y de otros costes laborales influye cada vez más en la persistencia de la inflación subyacente de la zona del euro.

Los últimos datos disponibles apuntan a una intensificación de las presiones salariales, con una tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados del 2,9 % en el tercer y cuarto trimestres de 2022, frente al 2,5 % registrado en el segundo trimestre. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, aumentó considerablemente en el cuarto trimestre de 2022. Las tasas de avance interanual de estos dos indicadores salariales se incrementaron hasta el 5 % y el 4,3 %, respectivamente, desde el 3,9 % y el 2,9 %, respectivamente, en el tercer trimestre. Las negociaciones salariales concluidas en los últimos meses sugieren que las presiones salariales han seguido creciendo en 2023. La medida en que estas presiones se transmitirán a la dinámica de la inflación subyacente dependerá de la evolución de los márgenes, y los datos agregados de las cuentas nacionales correspondientes al cuarto trimestre de 2022 apuntan a una intensificación de las presiones que tienen este origen.

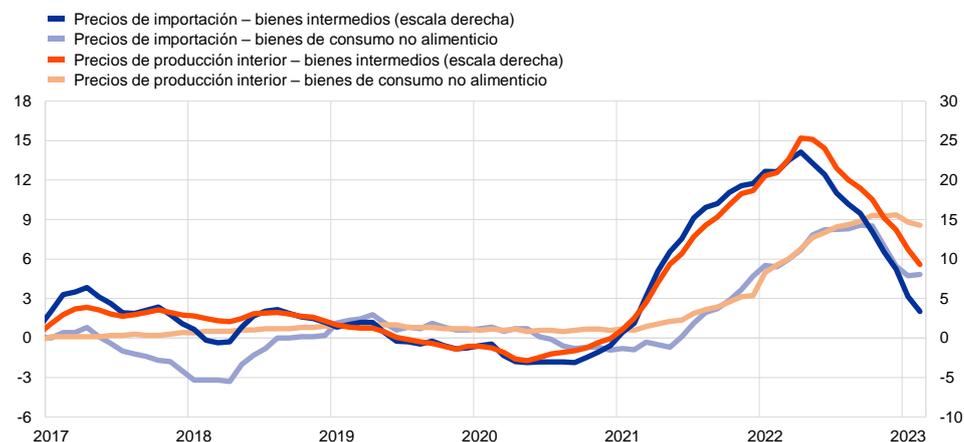
La inflación de los bienes industriales no energéticos disminuyó y se situó en el 6,2 % en abril, frente al 6,6 % de marzo.

Si se analizan las primeras fases de dicho proceso, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios y la de los precios de importación de esos bienes continuaron descendiendo de manera acusada en febrero. En las fases posteriores del proceso, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio retrocedió desde el 8,8 % en enero hasta el 8,6 % de febrero, el segundo mes consecutivo en el que se registró una caída interanual. Aunque las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación y de los precios de producción se han ido reduciendo, siguen siendo altas, lo que indica presiones latentes acumuladas que podrían hacer que la tasa de variación de los precios de consumo

de los bienes industriales no energéticos permanezca en niveles elevados durante algún tiempo (gráfico 14).

Gráfico 14 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantienen más o menos sin variación en torno al 2 %, en niveles acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 15). En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a más largo plazo (para 2027) permanecieron inalteradas en el 2,1 %. En la encuesta de Consensus Economics de abril de 2023, las expectativas de inflación para 2027 aumentaron hasta el 2,1 % (desde el 2 % de enero). En la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de marzo de 2023, las expectativas medianas de inflación a largo plazo no variaron y siguieron situándose en el 2 %. Si se combinan con las expectativas a más corto plazo, estos datos sugieren que los participantes en la encuesta esperan un descenso rápido de la inflación y apuntan al anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2023, las expectativas medianas a tres años vista se elevaron hasta el 2,9 %, desde el 2,4 % de febrero⁷. En conjunto, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) permanecieron prácticamente sin variación en el período considerado a más corto plazo, pero registraron un aumento a largo plazo, habida cuenta de la menor preocupación por las recientes turbulencias en el sector bancario. A corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se situó en torno al 2,2 % a principios de mayo, prácticamente sin cambios con respecto al inicio del período de referencia, a mediados de marzo. Por lo que se refiere a los tipos a largo plazo, el tipo ILS a cinco

⁷ Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – marzo de 2023», nota de prensa, BCE, Fráncfort del Meno, 11 de mayo de 2023.

años dentro de cinco años finalizó el período analizado ligeramente más alto, en torno al 2,4 % a principios de mayo, tras haber alcanzado un máximo de casi el 2,5 % durante ese período. Sin embargo, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo.

Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023 y cálculos del BCE. Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 2 de mayo de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023 se realizó entre el 31 de marzo y el 5 de abril de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones a largo plazo de Consensus Economics fue abril de 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 2 de marzo de 2023. La última observación para el IAPC corresponde a abril de 2023 (estimación de avance).

Todavía existen riesgos significativos al alza para las perspectivas de

inflación. A corto plazo, las presiones latentes existentes podrían encarecer los precios minoristas más de lo esperado, al tiempo que la guerra de Rusia contra Ucrania podría volver a impulsar al alza los precios de la energía y de los alimentos. A medio plazo, las expectativas de inflación que se sitúen persistentemente por encima del objetivo del BCE podrían elevar la inflación, como también podrían hacerlo unos incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto. Asimismo, los acuerdos salariales negociados recientemente han acrecentado los riesgos alcistas para la inflación, y esos riesgos se agravarán si los márgenes siguen siendo elevados. Entre los riesgos a la baja se incluyen la posibilidad de tensiones renovadas en los mercados financieros, que podrían reducir la inflación a un ritmo más rápido de lo proyectado. Un debilitamiento de la demanda, por ejemplo, como consecuencia de una ralentización más acusada del crédito bancario o de una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en un debilitamiento de las presiones inflacionistas mayor de lo esperado actualmente, sobre todo a medio plazo.

Durante el período de referencia (del 16 de marzo al 3 de mayo de 2023), la evolución de los mercados financieros estuvo determinada, en gran parte, por la menor preocupación en torno a las turbulencias registradas en el sector bancario a principios de marzo, así como por las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno ese mes. Las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés oficiales de la zona del euro aumentaron en el período analizado, pero siguieron siendo más bajas que antes de las turbulencias bancarias, es decir, antes de que se produjeran ventas masivas generalizadas de activos de riesgo motivadas por las dificultades que experimentaron algunos bancos regionales de Estados Unidos. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro finalizaron el período analizado sin apenas cambios y se mantuvieron por debajo de los niveles previos a las turbulencias, con unos diferenciales soberanos estables. En conjunto, los activos de riesgo de la zona del euro mejoraron, a pesar de la volatilidad inicial que mostraron como consecuencia de las tensiones en el sector bancario: los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona se redujeron en todos los segmentos, y los mercados de renta variable —salvo las cotizaciones bancarias— registraron ligeros avances. En ambos casos, esta evolución representa una reversión general de las fluctuaciones que se habían producido durante las turbulencias. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general.

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2023, ya que los participantes en los mercados revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales, pero todavía se mantuvieron por debajo del nivel anterior a las turbulencias.

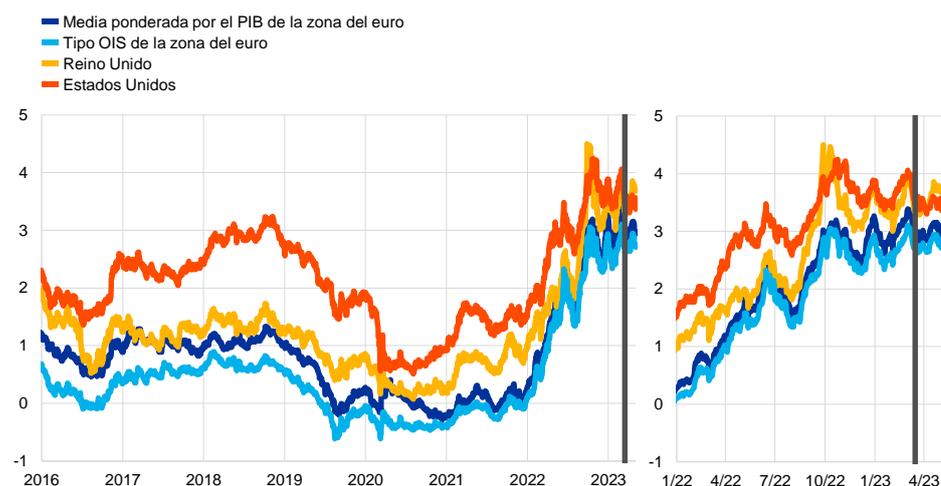
Durante el período de referencia, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 284 puntos básicos, y pasó de una media de 240 puntos básicos entre el 16 y el 21 de marzo a registrar un promedio de 290 puntos básicos después del 22 de marzo, es decir, durante el período de mantenimiento de reservas posterior a la subida de tipos de interés de marzo aplicada por el BCE. El exceso de liquidez se mantuvo estable y aumentó en unos 31 mm de euros, hasta una cifra de 4.096 mm de euros. La reacción inicial de los tipos de interés libres de riesgo a las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno de marzo fue relativamente tímida en todos los plazos. Posteriormente, la curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), basada en el tipo de referencia (€STR), se desplazó al alza en los plazos cortos, como reflejo de la menor inquietud de los participantes en los mercados acerca del sector bancario y de que estos volvieron a centrar la atención en la actividad mundial y en la inflación. Al final del período analizado, dicha curva había descontado subidas de los tipos de 34 puntos básicos y 16 puntos básicos para las reuniones del Consejo de Gobierno de mayo y de junio, respectivamente, así como incrementos adicionales de 30 puntos básicos en total. Esto implica que a finales de 2023 se alcanzaría un tipo máximo de alrededor del 3,7 %, inferior al máximo registrado el 6 de marzo, justo antes de que comenzase la venta masiva de activos de riesgo provocada por las dificultades de algunos bancos regionales estadounidenses.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo terminaron el período de referencia prácticamente inalterados, por debajo del nivel observado antes de las turbulencias que se produjeron en el sector bancario a principios de marzo (gráfico 16). El rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 2,9 %, por lo que apenas varió durante el período analizado y continuó siendo ligeramente inferior al registrado antes de las turbulencias. La evolución de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro fue, en general, acorde con la de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, lo que se tradujo en un diferencial estable de unos 0,2 puntos porcentuales con respecto al tipo OIS de la zona. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos se redujo 21 puntos básicos y se situó en el 3,4 %, mientras que el correspondiente a la deuda del Reino Unido aumentó 26 puntos básicos y alcanzó el 3,7 %.

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 (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron, pese a haberse ampliado inicialmente como consecuencia de las turbulencias experimentadas por el sector bancario a principios de marzo. En los primeros días del período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos mostraron un comportamiento muy volátil, que estuvo determinado principalmente por el segmento de instituciones financieras y el de alta rentabilidad. Para finales de marzo esta volatilidad había disminuido y los diferenciales se estrecharon gradualmente a partir de entonces, lo que se tradujo en un descenso en el período de referencia en su conjunto. Concretamente, los diferenciales de los bonos corporativos, tanto de alta rentabilidad como de grado de inversión, descendieron unos 20 puntos básicos. En el segmento de grado de inversión, los diferenciales de la deuda de las instituciones financieras registraron la caída más acusada, 22 puntos básicos, y finalizaron el período considerado ligeramente por encima del nivel previo a las

turbulencias bancarias. Por su parte, los diferenciales de la deuda de las sociedades no financieras disminuyeron 17 puntos básicos y terminaron el período analizado en un nivel algo más bajo que antes de las turbulencias.

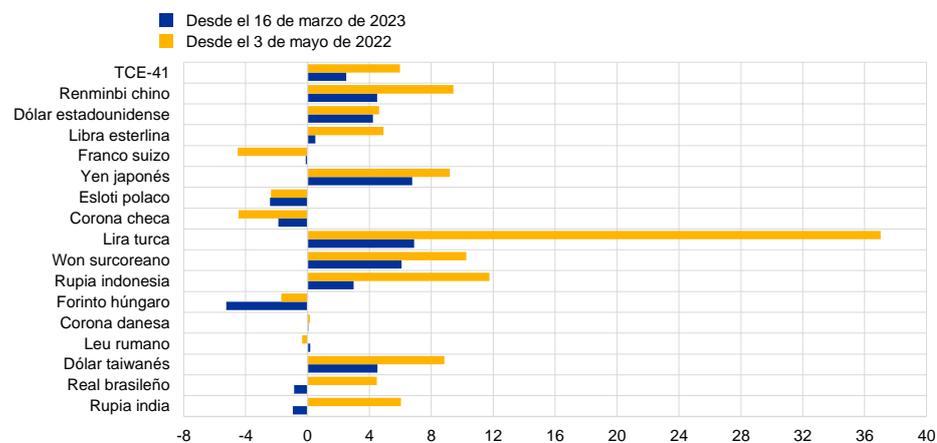
Los mercados de renta variable de la zona del euro se anotaron subidas y los indicadores prospectivos de volatilidad descendieron. Los precios de las acciones de la zona del euro repuntaron y los indicadores prospectivos de la volatilidad de los mercados bursátiles cayeron con respecto al nivel más alto en seis meses observado durante las turbulencias bancarias de principios de marzo. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras aumentaron en torno a un 3,8 %, mientras que las del sector bancario de la zona del euro experimentaron una subida más moderada de alrededor del 1,2 %, por lo que se situaron muy por debajo de los niveles previos a las turbulencias. En el caso de Estados Unidos, el incremento de los precios de las acciones de las sociedades no financieras en el período de referencia fue del 3,5 % aproximadamente, mientras que las cotizaciones bancarias se redujeron en torno al 4,3 %.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 17). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo (TCE) nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 2,5 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (4,2 %) en un contexto de subidas de los diferenciales de tipos de interés y de relajación de las tensiones en los mercados financieros, y también frente al yen japonés (6,8 %) y a la libra esterlina (0,5 %). Asimismo, la moneda única se fortaleció frente al renminbi chino (4,5 %) y frente a las monedas de otras de importantes economías emergentes, pero se depreció frente a las de algunos países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 17

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 3 de mayo de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los costes de financiación de las entidades de crédito aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2023, y los diferenciales de los bonos bancarios se ampliaron durante las turbulencias registradas en los mercados financieros en marzo. Los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron incrementándose en febrero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE). En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 3 de mayo de 2023, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija se redujo ligeramente. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en marzo, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. En la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente, las entidades de la zona del euro señalaron un sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de préstamos, por encima de lo esperado, y una reducción considerable de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares, lo que apunta a un debilitamiento persistente de la dinámica crediticia. La expansión monetaria se mantuvo contenida en marzo de 2023 debido a sus componentes más líquidos y al menor ritmo de avance del crédito.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron aumentando en febrero, como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado y de la subida de los tipos de los depósitos.

Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre los tipos de interés de los depósitos, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro a 3 de mayo (la fecha de cierre de este Boletín) solo se ha podido calcular hasta febrero. El indicador se elevó de nuevo y se situó en su nivel más alto en diez años (panel a del gráfico 18). La rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó en 48 puntos básicos desde principios de 2023 (panel b del gráfico 18) y los diferenciales de esos valores se ampliaron significativamente durante las turbulencias de los mercados a mediados de marzo de 2023, sobre todo en el caso de los bonos más subordinados y, en particular, de los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1). A pesar de que el aumento inicial se revirtió parcialmente, los diferenciales continúan en niveles muy superiores a los observados antes de las turbulencias. El coste de los depósitos mantuvo su trayectoria al alza sostenida, aunque se observó disparidad entre los diferentes tipos de productos. Los tipos de interés de los depósitos a plazo se están ajustando con rapidez a las variaciones de los tipos oficiales, mientras que los de los depósitos a la vista lo siguen haciendo con mayor lentitud. Aunque los depositantes están reaccionando a esta ampliación de los diferenciales cambiando los depósitos a la vista por depósitos a plazo, los primeros continúan representando una parte importante de la base de depósitos. Por tanto, el diferencial entre los tipos de interés sintéticos de los depósitos y los tipos de interés oficiales sigue creciendo, como se observó durante ciclos anteriores de subidas de tipos.

Los reembolsos de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) también

contribuyeron a elevar los costes de financiación de las entidades de crédito.

Desde la recalibración de las condiciones de las TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han realizado cuantiosos reembolsos (obligatorios y, sobre todo, voluntarios) de la financiación obtenida en ese programa. El total reembolsado asciende a 1,015 billones de euros, lo que ha reducido los saldos vivos en torno a un 48 %⁸. Además, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de interés de los depósitos y de los tipos oficiales, en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de disminución de los depósitos. Las emisiones de bonos bancarios se han incrementado en casi 170 mm de euros desde septiembre de 2022, mientras que los depósitos se han reducido en alrededor de 200 mm de euros en el mismo período.

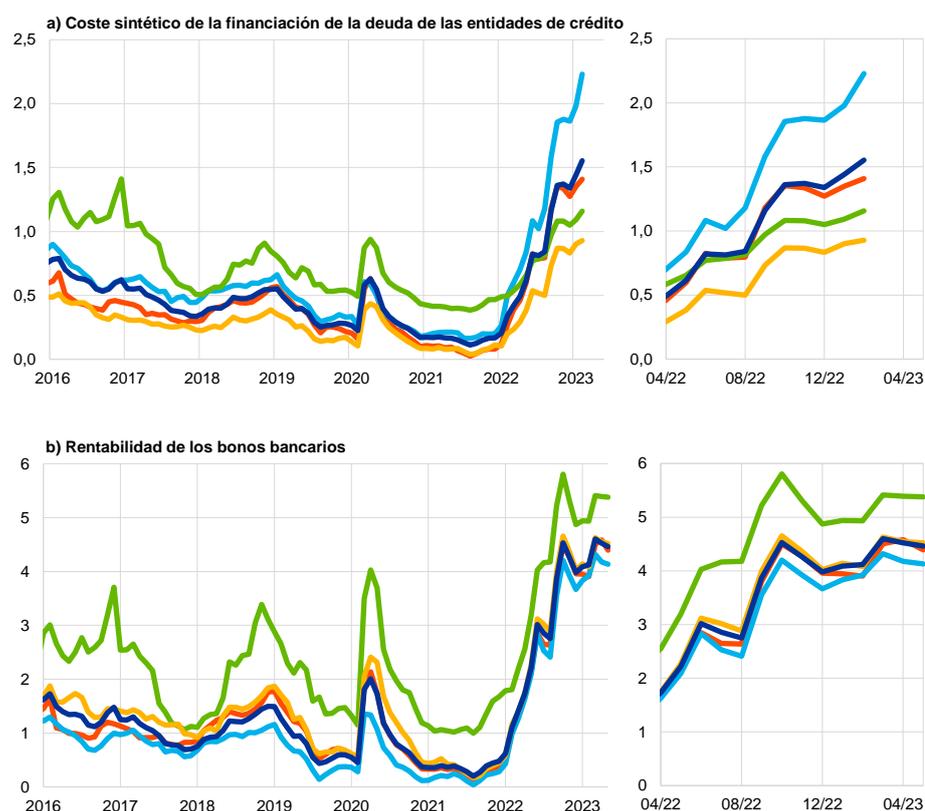
⁸ Véase «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», *nota de prensa*, BCE, Fráncfort del Meno, 27 de octubre de 2022.

Gráfico 18

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 I 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 febrero de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 3 de mayo de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

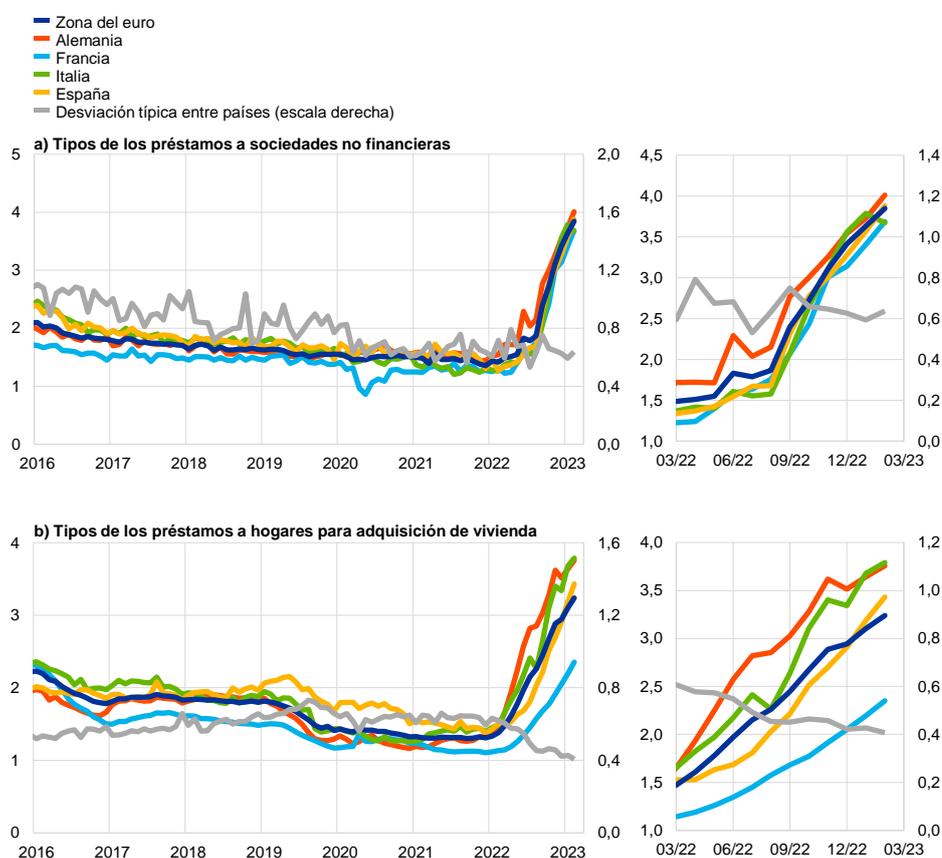
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y los hogares siguieron aumentando en febrero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. Los cambios en las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un incremento de los tipos bancarios y un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos, según se indica a continuación. Los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios a sociedades no financieras se elevaron de nuevo hasta alcanzar el 3,85 % en febrero, frente al 3,63 % en enero y al 1,55 % en mayo de 2022. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también continuaron aumentando hasta situarse en el 3,24 % en febrero, comparado con el 3,10 % en enero y el 1,78 % en mayo de 2022. Estos incrementos fueron más rápidos que en anteriores ciclos de alzas, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos de interés oficiales. Los resultados

de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de febrero de 2023 sugieren que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan ascendiendo en los doce meses siguientes y, además, que será más difícil obtener préstamos para vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó ligeramente en febrero, reflejando una disparidad entre países, pero se mantuvo en niveles reducidos en términos históricos. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció estable en general (paneles a y b del gráfico 19).

Gráfico 19

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

(porcentajes; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

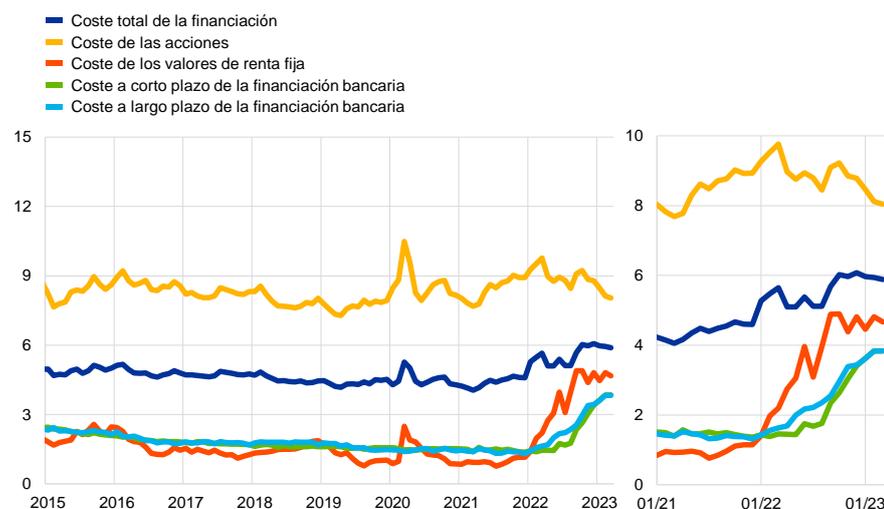
En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 3 de mayo de 2023, el coste de la financiación de sociedades no financieras tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija disminuyó ligeramente. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, a 3 de mayo el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se podía calcular hasta febrero de 2023, cuando se situó en el

5,9 %, casi sin variación con respecto a su nivel del mes anterior (gráfico 20). Esto fue resultado del descenso del coste de las acciones, que compensó el aumento del coste de los valores de renta fija —debido sobre todo al alza de los tipos de interés libres de riesgo, pues los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron—, y del incremento del coste de la deuda bancaria a corto y a largo plazo. En febrero de 2023, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles observados por última vez a finales de 2011, si bien disminuyó ligeramente con respecto al pico alcanzado en octubre de 2022. A lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija registró un leve descenso, gracias a la estabilidad general de los tipos de interés libres de riesgo unida a una reducción considerable de los diferenciales de los bonos corporativos emitidos por las empresas no financieras tanto en el segmento de grado de inversión como, sobre todo, en el de alta rentabilidad. Dado que los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se mantuvieron prácticamente estables, el coste de las acciones reflejó la evolución de la prima de riesgo, que cayó durante el período considerado.

Gráfico 20

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 28 de abril de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y al 28 de febrero de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un sustancial endurecimiento adicional en el primer trimestre de 2023, lo que apunta a un persistente debilitamiento de la dinámica crediticia (gráfico 21). El endurecimiento fue más

acusado de lo esperado por las entidades en el trimestre anterior y, desde una perspectiva histórica, para las empresas su ritmo fue el mayor observado desde la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2011. En un entorno de aumento

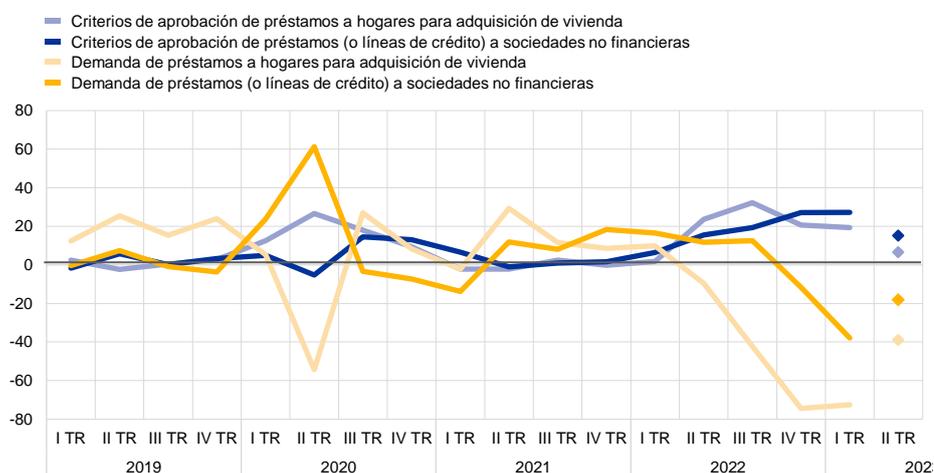
de la incertidumbre, los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares fueron la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y, en menor medida, la menor tolerancia al riesgo de las entidades. En un contexto de subidas de los tipos de interés oficiales del BCE y de disminución de la liquidez del banco central, los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de las entidades también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas de la zona del euro. Para el segundo trimestre de 2023, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares experimenten un nuevo endurecimiento, aunque más moderado.

Las entidades señalaron una fuerte disminución de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares en el primer trimestre de 2023. El descenso de la demanda de préstamos de las empresas fue el más acusado desde la crisis financiera global, mientras que el de los hogares fue el mayor registrado desde que comenzó a realizarse la encuesta en 2003. La contracción de la demanda de crédito por parte de las empresas y los hogares fue más pronunciada de lo esperado por las entidades en el trimestre precedente. Las entidades indicaron que el principal factor determinante de esta caída de la demanda había sido el nivel general de los tipos de interés, en un entorno de endurecimiento de la política monetaria. Las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo también tuvieron un intenso impacto moderador en la demanda de préstamos de las empresas. La disminución de la demanda de crédito para adquisición de vivienda siguió siendo pronunciada y estuvo determinada, fundamentalmente, por las subidas de los tipos de interés, el debilitamiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el bajo nivel de confianza de los consumidores. En el segundo trimestre de 2023, las entidades esperan un descenso (neto) adicional, aunque más moderado, de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares.

Gráfico 21

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

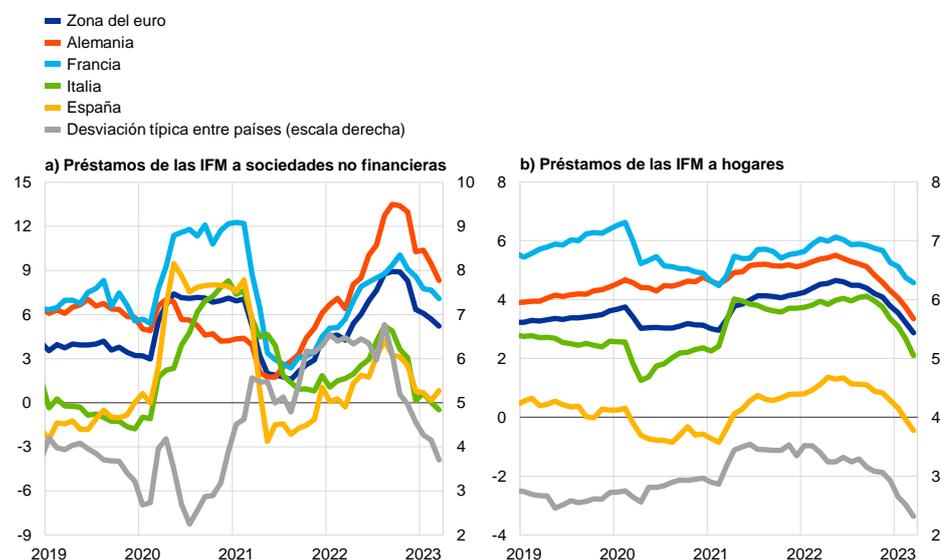
Además, las entidades de crédito esperan que las medidas de política monetaria no convencionales del BCE contribuyan al debilitamiento de la dinámica crediticia debido a su efecto en sus condiciones de financiación y en su situación de liquidez. El acceso de las entidades a la financiación minorista y mayorista se deterioró en el primer trimestre de 2023, lo que posiblemente refleje las turbulencias registradas en los mercados en marzo de 2023 y revierta la mejora en el acceso a los mercados observada al final del año pasado. Las entidades señalaron que la reducción gradual de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria y la retirada progresiva de las TLTRO III también habían incidido de forma negativa en sus condiciones de financiación en los mercados y en su situación de liquidez durante los seis meses anteriores. Además del impacto de las subidas de los tipos de interés y de la mayor aversión al riesgo, los reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO III están contribuyendo a una reducción de los volúmenes de crédito, a medida que siguen endureciéndose los criterios de aprobación de préstamos. Al mismo tiempo, las entidades indicaron que las decisiones del BCE sobre los tipos de interés oficiales habían tenido un impacto notablemente positivo en sus márgenes de intermediación, mientras que el impacto en la rentabilidad bancaria a través de ingresos no relacionados con los intereses había sido negativo. Asimismo, las entidades señalaron un efecto moderador sobre la rentabilidad debido a las mayores provisiones y deterioros de valor, que podrían reflejar un mayor riesgo de crédito dado que el endurecimiento de la política monetaria frena la actividad económica y aumenta la carga de intereses de los prestatarios.

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en marzo, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 5,2 % en marzo, desde el 5,7 % registrado en febrero (panel a del gráfico 22). Esta desaceleración fue generalizada en las mayores economías y refleja los tipos de interés más altos, el acusado descenso de la demanda de crédito y el sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también siguió moderándose, pasando del 3,2 % en febrero al 2,9 % en marzo (panel b del gráfico 22), en un entorno de deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, de sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de aumento de los tipos de interés aplicados. Esta moderación estuvo determinada, principalmente, por la desaceleración continuada del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, pero, desde principios de 2023, otros préstamos a hogares, y en particular los concedidos a empresarios individuales (es decir, pequeñas empresas sin personalidad jurídica), han registrado considerables flujos netos negativos y, por tanto, también contribuyeron al debilitamiento.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

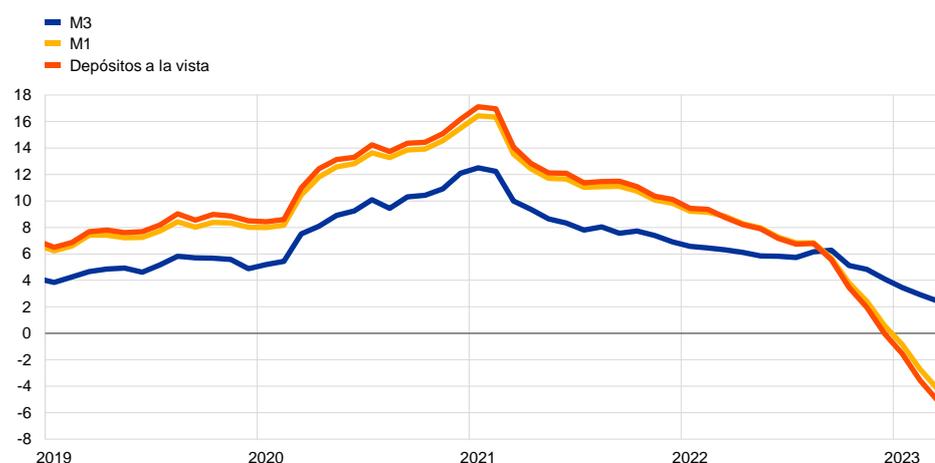
Los depósitos a la vista registraron una fuerte contracción en marzo, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con mayor remuneración, en particular depósitos a plazo, pero también instrumentos financieros no bancarios. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el -5,1 % en marzo, desde el -3,5 % registrado en febrero. La acusada caída

del crecimiento de estos depósitos y, por tanto, también del agregado monetario estrecho M1, es la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999 (gráfico 23). Tras registrar su primera tasa de crecimiento interanual negativa en enero (-0,8 %), el crecimiento de M1 siguió debilitándose, pasando del -2,7 % en febrero al -4,2 % en marzo. Esta evolución se debe, especialmente, a la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, pero también refleja el desplazamiento hacia los bonos bancarios y, en menor medida, hacia las participaciones en fondos del mercado monetario. El hecho de que no se registrara un incremento significativo del efectivo en circulación sugiere que la confianza del público en las entidades de crédito de la zona del euro no se deterioró de forma generalizada tras las turbulencias de marzo. Este patrón de recomposición de carteras también se observó en ciclos de endurecimiento anteriores, dado que la remuneración de los depósitos a la vista se ajusta lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales. Sin embargo, la remuneración de los depósitos a plazo y de los instrumentos de mercado se ajusta con mayor rapidez, lo que genera una ampliación de los diferenciales de tipos de interés, que a su vez crea incentivos para la redistribución de carteras. El fuerte desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en el actual ciclo de endurecimiento puede explicarse por los siguientes factores principales. En primer lugar, el ritmo de endurecimiento de la política monetaria del BCE es más rápido que en ciclos restrictivos previos, lo que da lugar a una acusada ampliación de los diferenciales entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo. En segundo lugar, el peso acumulado de los depósitos a la vista era excepcionalmente elevado después del período de bajos tipos de interés y de la pandemia de COVID-19. En tercer lugar, el fuerte debilitamiento de la dinámica crediticia frena la creación de dinero en general.

Gráfico 23

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

La expansión monetaria se mantuvo en terreno negativo en marzo de 2023 debido a sus componentes más líquidos y al menor ritmo de avance del

crédito. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó desde el 3,4 % en enero y el 2,9 % en febrero hasta el 2,5 % en marzo, la tasa más baja registrada desde octubre de 2014 (gráfico 23). Además, la dinámica a corto plazo de M3 se sitúa en torno a mínimos históricos, con cifras similares a las observadas solo a principios de 2010. La actual ralentización del crecimiento monetario puede explicarse por el mayor coste de oportunidad de mantener dinero y por el deterioro de la dinámica crediticia, en un entorno de tipos de interés oficiales más elevados, de debilidad de la actividad económica y de endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos. La retirada progresiva de las compras netas de activos del Eurosistema y de las TLTRO también está contribuyendo a la desaceleración de la dinámica monetaria, en el caso de estas últimas al incentivar la emisión de bonos bancarios, lo que lleva a una recomposición de carteras de los tenedores de dinero en detrimento de los depósitos.

Recuadros

1 La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos

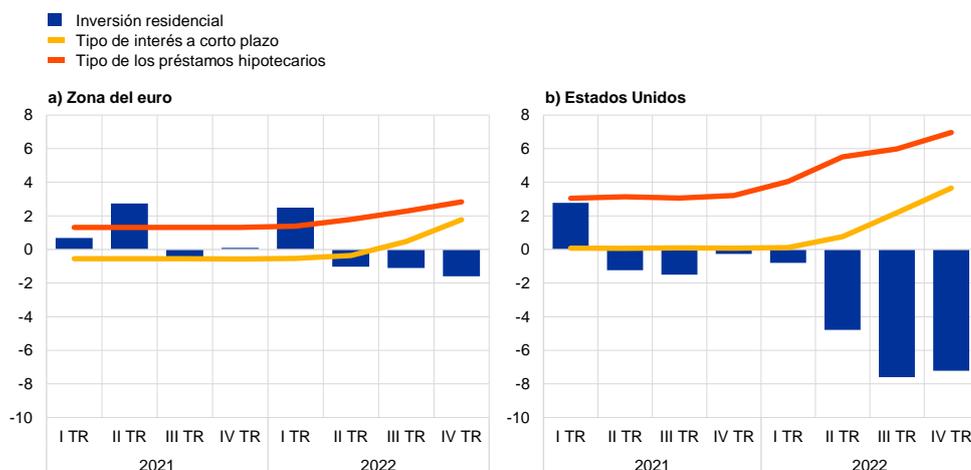
Niccolò Battistini, Simona Delle Chiaie y Johannes Gareis

En 2022, la inversión residencial experimentó una contracción significativa en la zona del euro y en Estados Unidos, que fue particularmente pronunciada en este último país. En la zona del euro, la inversión en vivienda empezó a disminuir en el segundo trimestre de 2022 y en el cuarto registraba una caída acumulada de alrededor del 4 % (panel a del gráfico A). En cambio, en Estados Unidos, el retroceso comenzó ya en el segundo trimestre de 2021. Desde entonces, la inversión residencial en dicho país ha descendido en torno a un 21 % en términos acumulados, con un descenso especialmente acusado en la segunda mitad de 2022, cuando la subida de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos condujo a una fuerte disminución de la accesibilidad para los compradores de vivienda (panel b del gráfico A). Estos retrocesos se han producido en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a ambos lados del Atlántico, y en el que los tipos de interés oficiales se han incrementado antes y han alcanzado niveles más elevados en Estados Unidos que en la zona del euro. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza la dinámica de la inversión residencial en ambas regiones y se considera el impacto del endurecimiento reciente de la política monetaria sobre la inversión futura en vivienda en la zona del euro.

Gráfico A

Inversión residencial, tipos de interés a corto plazo y tipos de interés de los préstamos hipotecarios

(tasas de variación intertrimestral y porcentajes)



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

Notas: «Tipo de interés a corto plazo» en la zona del euro se refiere al euríbor a tres meses y al tipo de interés efectivo de los fondos federales en Estados Unidos. «Tipo de los préstamos hipotecarios» se refiere al indicador sintético del coste de financiación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro, y al tipo de interés fijo a 30 años de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos. Todos los tipos de interés son medias trimestrales.

Si bien la inversión residencial es uno de los componentes de la actividad económica más sensible a los tipos de interés, generalmente es mucho menos volátil en la zona del euro que en Estados Unidos. La volatilidad del crecimiento trimestral de la inversión en vivienda en la zona del euro es aproximadamente la mitad de la observada en Estados Unidos (cuadro A). Además, este tipo de inversión solo es unas tres veces más volátil que el producto agregado en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, su volatilidad es alrededor de seis veces mayor. Pese a su menor contribución al PIB, la inversión en vivienda en Estados Unidos explica una proporción más elevada de las fluctuaciones del producto agregado que en la zona del euro (cuadro A). No obstante, en las dos áreas económicas, la inversión residencial muestra un comportamiento muy procíclico y suele preceder al ciclo económico, lo que subraya el importante papel que desempeña el mercado de la vivienda en la economía¹.

Cuadro A

Propiedades de la inversión residencial trimestral

(tasas de variación intertrimestral; porcentajes del PIB y porcentajes de la varianza explicada)

	Zona del euro	Estados Unidos
Desviación típica	1,5	3,3
Porcentaje del PIB	5,8	4,2
Porcentaje de la varianza del PIB	9,4	10,1

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

Notas: El cuadro muestra las desviaciones típicas del crecimiento intertrimestral de la inversión residencial, así como los porcentajes del PIB y los de la varianza del PIB explicada por dicha inversión en el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre de 2019. Los porcentajes del PIB se expresan en términos nominales y los de la varianza explicada en términos reales. La varianza del PIB explicada por la inversión residencial también incluye la covarianza de la inversión residencial con la suma de otros componentes de demanda del PIB.

Los mercados hipotecarios de la zona del euro son menos profundos que los estadounidenses, aunque en la primera se observan algunas diferencias entre países². Las entidades de crédito de Estados Unidos pueden dar de baja de sus balances los préstamos para adquisición de vivienda con más facilidad que en la zona del euro, por lo que para estas entidades es más sencillo transferir a terceros los riesgos asociados, con el Gobierno actuando como avalista último a través de

¹ Para una comparación de las propiedades cíclicas de la dinámica de la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos, véase A. Musso, S. Neri y L. Stracca, «Housing, consumption and monetary policy: How different are the US and the euro area?», *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, número 11, noviembre de 2011, pp. 3019-3041. Para más información sobre el papel de la inversión en vivienda en el ciclo económico, véanse, entre otros, E. Leamer, «Housing is the business cycle», *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, pp. 149-233, y E. Leamer, «Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, número S1, marzo/abril de 2015, pp. 43-50.

² Para una comparación de las diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y de Estados Unidos, véanse, entre otros, Musso *et al.*, *op. cit.*, y A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, «Housing finance and monetary policy», *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, número S1, enero de 2013, pp. 101-122. Para un análisis más reciente de las características de los mercados hipotecarios de los países de la zona del euro, véanse, por ejemplo, U. Albertazzi, F. Fringuellotti y S. Ongena, «Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from the euro area banks», *Working Paper Series*, BCE, n.º 2322, octubre de 2019; G. Corsetti, J. Duarte y S. Mann, «One money, many markets», *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, número 1, febrero de 2022, pp. 513-548, y N. Battistini, M. Falagiarda, A. Hackmann y M. Roma, «Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions», *Working Paper Series*, BCE, n.º 2752, noviembre de 2022.

varias agencias de financiación hipotecaria patrocinadas por él³. Además, en Estados Unidos, los prestatarios pueden reembolsar capital inmobiliario (*mortgage equity withdrawal*) y abonar solo comisiones limitadas en caso de reembolso anticipado y de renegociación del préstamo, así como afrontar responsabilidad personal limitada en caso de insolvencia⁴. Por lo que respecta al plazo de amortización típico de los préstamos hipotecarios, en Estados Unidos predominan los contratos hipotecarios a tipo de interés fijo a 30 años, mientras que, en la zona del euro, las hipotecas a tipo fijo con plazos más cortos, de 15-25 años, son habituales en algunos países, al tiempo que en otros prevalecen las hipotecas a tipo de interés variable⁵. Diversos indicadores de la evolución de los mercados hipotecarios que reflejan las diferencias observadas en estos mercados entre la zona del euro y Estados Unidos sugieren que, en términos generales, el mercado hipotecario estadounidense es más profundo que el de la zona del euro. Muestra de ello es el nivel más elevado de endeudamiento hipotecario de los hogares en Estados Unidos (medido por la ratio de deuda hipotecaria en relación con el PIB), la mayor actividad de titulización (medida por la ratio de bonos de titulización hipotecaria en relación con el PIB) y el mayor grado de apalancamiento (medido por la ratio de deuda hipotecaria en relación con la riqueza inmobiliaria) en la distribución de la riqueza neta de los hogares (gráfico B).

³ En Estados Unidos existen dos agencias patrocinadas por el Gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) que operan en el mercado hipotecario del país: Federal National Mortgage Association (Fannie Mac) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Para más información sobre la aparición de estas agencias y su papel en el mercado hipotecario estadounidense en un contexto histórico, véase, entre otros, R. Green y S. Wachter, «The American Mortgage in Historical and International Context», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n.º 4, 2005, pp. 93-114.

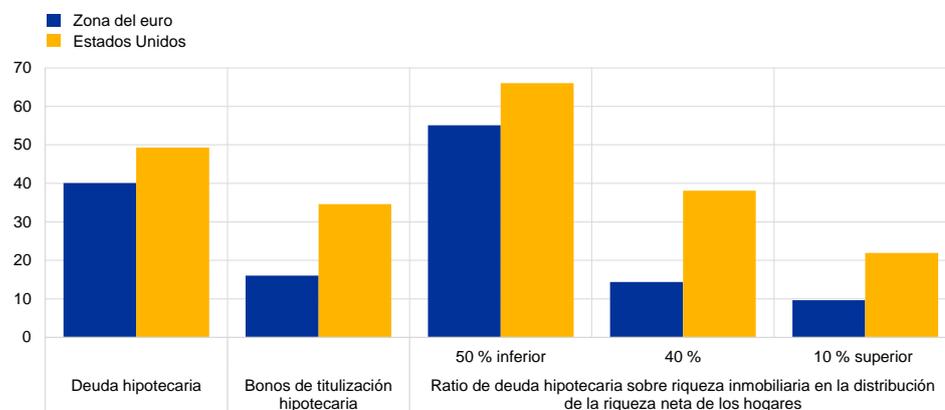
⁴ Véase el recuadro titulado «[Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos](#)», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2009.

⁵ Entre los países más grandes de la zona del euro, tradicionalmente, la proporción de hipotecas a tipo de interés variable ha sido relativamente elevada en Italia y España. Si se considera la evolución reciente, en Italia, el porcentaje de préstamos a tipo variable en el total de préstamos para adquisición de vivienda se incrementó de forma significativa, hasta una media de alrededor del 55 % en la segunda mitad de 2022, mientras que en España se mantuvo en un nivel relativamente bajo del 26 %. En comparación, la proporción de hipotecas a tipo de interés variable en Alemania y Francia se situó, en promedio, en el 15 % y el 4 %, respectivamente, en ese mismo período. Los datos sobre los porcentajes de hipotecas a tipo variable en el total de préstamos para adquisición de vivienda de los distintos países de la zona del euro se publican mensualmente y pueden consultarse en la base de datos [Risk Assessment Indicators database del Statistical Data Warehouse del BCE](#).

Gráfico B

Indicadores de la evolución de los mercados hipotecarios

(porcentaje del PIB nominal y porcentaje de la riqueza inmobiliaria)



Fuentes: BCE, Experimental Distributional Wealth Accounts del BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Reserva Federal de Estados Unidos, Board Distributional Financial Accounts de la Reserva Federal de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: La deuda hipotecaria y los bonos de titulación hipotecaria se miden en porcentaje del PIB nominal. La ratio de deuda hipotecaria en relación con la riqueza inmobiliaria se mide como la ratio entre la deuda hipotecaria y la riqueza inmobiliaria en la distribución de la riqueza neta de los hogares. El gráfico muestra valores medios del período comprendido entre el primer trimestre de 2017 y el cuarto trimestre de 2022. «Deuda hipotecaria» se refiere a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. «Bonos de titulación hipotecaria» se refiere a préstamos para adquisición de vivienda que mantienen instituciones monetarias y financieras (excluido el Sistema Europeo de Bancos Centrales) en la zona del euro y a préstamos hipotecarios titulizados de emisores de bonos de titulación de activos, agencias patrocinadas por el Gobierno y fondos de titulación hipotecaria respaldados por agencias y por las agencias patrocinadas por el Gobierno en Estados Unidos.

La menor profundidad de los mercados hipotecarios de la zona del euro modera la transmisión de las perturbaciones de política monetaria a la inversión residencial.

La evidencia empírica generalmente llega a la conclusión de que las perturbaciones de política monetaria, es decir, las modificaciones inesperadas de los tipos de interés oficiales, afectan de manera más intensa a la inversión residencial en países con mercados hipotecarios más profundos, como el de Estados Unidos⁶. Ciertamente, las características del mercado hipotecario estadounidense refuerzan la interacción entre las variaciones de los tipos de interés y el acceso al crédito: las mejores condiciones para refinanciar hipotecas y reembolsar capital inmobiliario acrecientan los incentivos para que los hogares compren viviendas cuando los tipos bajan, mientras que el nivel más alto de endeudamiento resultante aumenta su sensibilidad a cambios en los tipos de interés cuando estos suben⁷. No obstante, la mayor sensibilidad también se ve influenciada por la proporción de hipotecas a tipo de interés fijo y a tipo variable, y el mayor predominio de las primeras en Estados Unidos sugiere una transmisión más moderada de la política monetaria⁸. Sin embargo, en contraposición se observa que el porcentaje más elevado de titulaciones hipotecarias en Estados Unidos hace

⁶ Véanse, por ejemplo, Musso *et al.*, *op. cit.*, Calza *et al.*, *op. cit.*, Corsetti *et al.*, *op. cit.*, y Battistini *et al.*, *op. cit.*

⁷ Véase K. Youngju y H. Lim, «Transmission of monetary policy in times of high household debt», *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, marzo de 2022. Unos mercados hipotecarios más profundos pueden explicar también la mayor volatilidad de la inversión residencial en respuesta a variaciones exógenas de la productividad, véase Q. Nguyen, «Housing investment: What makes it so volatile? Theory and evidence from OECD countries», *Journal of Housing Economics*, vol. 22, número 3, septiembre de 2013, pp. 163-178.

⁸ Para la zona del euro, Corsetti *et al.*, *op. cit.* y Battistini *et al.*, *op. cit.* muestran que la intensidad de la transmisión de la política monetaria a la economía en su conjunto es mayor en economías con porcentajes más elevados de hipotecas a tipo de interés variable.

que el mercado hipotecario esté más estrechamente vinculado a los mercados de capitales más amplios, ya que la valoración de los bonos de titulización hipotecaria influye directamente en los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Esto se plasma en una transmisión más directa de las modificaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos hipotecarios y, por tanto, a la inversión residencial⁹.

En la zona del euro, la inversión residencial ha estado más protegida de las recientes perturbaciones de política monetaria que en Estados Unidos.

Se estima un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) para la zona del euro y Estados Unidos para el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre de 2022¹⁰. El modelo incluye el consumo privado real, el deflactor del consumo, la inversión residencial, los precios reales de la vivienda y los tipos de interés a corto plazo, así como los tipos de los préstamos hipotecarios, e identifica tres determinantes estructurales de la inversión residencial: la política monetaria, el tipo de los préstamos hipotecarios y perturbaciones que afectan a la demanda de vivienda¹¹. Según los resultados de la estimación, una perturbación transitoria de política monetaria que incrementa el tipo de interés a corto plazo en 1 punto porcentual en el momento en el que se produce el impacto provoca, a igualdad de otros factores, una disminución de alrededor del 5 % de la inversión residencial en la zona del euro al cabo de unos tres años (panel a del gráfico C). Sin embargo, en Estados Unidos, la misma perturbación afecta de manera más intensa a la inversión residencial y se traduce en una caída de aproximadamente el 8 % transcurridos unos tres años¹². En consonancia con estos efectos mucho más pronunciados en Estados Unidos, sobre todo durante el primer año tras la perturbación, y en parte debido a la mayor magnitud de las perturbaciones de política monetaria, se estima que el impacto del reciente endurecimiento de esta política en Estados Unidos sobre el crecimiento de la

⁹ Véase A. Estrella, «[Securitisation and the efficacy of monetary policy](#)», *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 8, n.º 1, mayo de 2022.

¹⁰ Para evitar cualquier efecto de las extraordinarias fluctuaciones macroeconómicas registradas durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) en los parámetros estimados del modelo, el modelo se ha elaborado siguiendo el método de M. Lenza y G. Primiceri, «[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio/julio de 2022, pp. 688-699.

¹¹ La selección de la variable del modelo sigue en gran parte el enfoque de Musso *et al.*, *op. cit.*, y las perturbaciones se identifican con restricciones cero y de signo. En concreto, una perturbación de política monetaria tiene un impacto inmediato en el tipo de interés a corto plazo, pero se asume que afecta a la actividad económica (es decir, al consumo privado y a la inversión residencial) y a los precios (esto es, a los precios de consumo y a los de la vivienda) solo con un desfase de un trimestre. También se parte del supuesto de que una perturbación que afecta a los tipos de interés hipotecarios repercute inmediatamente en esos tipos, pero solo tiene efectos retardados en la actividad económica y en los precios, y no causa efectos contemporáneos en el tipo de interés a corto plazo. La perturbación que incide en la demanda de vivienda afecta simultáneamente y en la misma dirección a la inversión residencial y a los precios de la vivienda, pero no tiene efectos contemporáneos en el consumo privado ni en los precios de consumo. Para las dos economías, el tipo de interés a corto plazo se mide temporalmente con un tipo a corto plazo «sombra» (*shadow*) para evitar el problema del límite inferior cero de los tipos de interés al determinar el impacto de la política monetaria. Para más información sobre el mecanismo de identificación de la perturbación, véase M. Jarociński y F. Smets, «[House Prices and the Stance of Monetary Policy](#)», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio/agosto de 2008, vol. 90(4), pp. 339-365. Los tipos de interés a corto plazo sombra se han obtenido de J. C. Wu y F. D. Xia, «[Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe](#)», Chicago Booth Research Paper n.º 17-06, 2017.

¹² Al igual que con la inversión residencial, los resultados del modelo sugieren que el impacto de una perturbación de política monetaria en los precios reales de la vivienda es menos pronunciado en la zona del euro que en Estados Unidos, aunque la diferencia relativa es menor. La mayor intensidad de los efectos en el mercado de la vivienda estadounidense con respecto a la zona del euro también se observa en la perturbación que afecta a los tipos de los préstamos hipotecarios.

inversión residencial en 2022 fue más pronunciado que en la zona del euro (panel b del gráfico C). Además, los resultados de las estimaciones muestran que las perturbaciones que influyen en los tipos de los préstamos hipotecarios también afectaron más a la inversión residencial en Estados Unidos que en la zona del euro, al tiempo que las perturbaciones que incidieron en la demanda de vivienda lastraron la inversión residencial prácticamente en la misma medida en las dos jurisdicciones¹³.

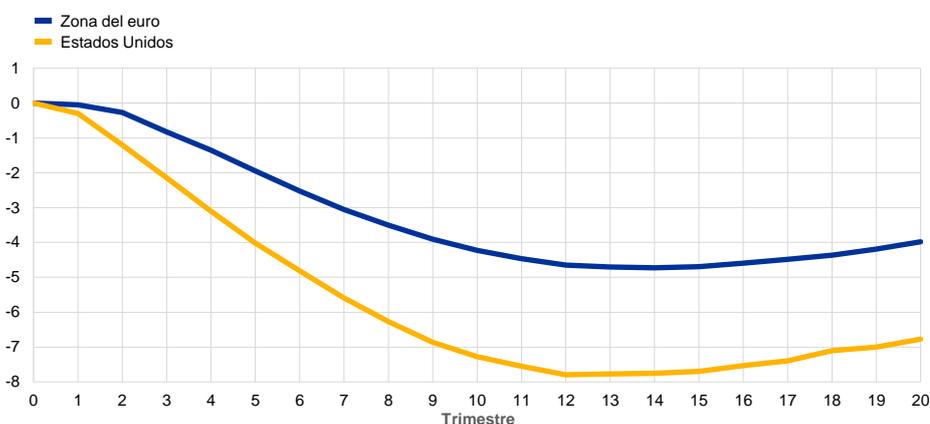
¹³ Según los resultados del modelo, otros factores no identificados también desempeñan un papel no desdeñable a la hora de explicar la disminución reciente de la inversión residencial en Estados Unidos, que podría estar relacionada, por ejemplo, con factores de oferta, con factores financieros más amplios, con la aversión al riesgo o con posibles cambios en las preferencias. Un inconveniente general del modelo es que no tiene en cuenta las no linealidades. Evidencia reciente muestra que las no linealidades podrían influir en el contexto actual, ya que los tipos de interés se incrementaron desde un nivel muy bajo. Véase el recuadro titulado «[El impacto de la subida de los tipos de interés hipotecarios en el mercado de la vivienda de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022, en el que se examina el impacto de un incremento de 1 punto porcentual del tipo de interés de los préstamos hipotecarios como consecuencia de una perturbación que afecta a los diferenciales hipotecarios, utilizando modelos de proyecciones locales lineales y no lineales.

Gráfico C

Inversión residencial y sus factores determinantes

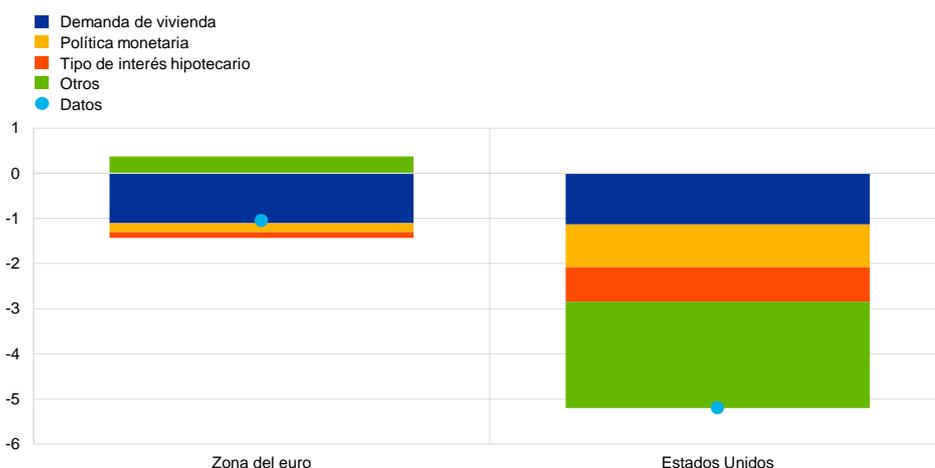
a) Impacto en la inversión residencial de un aumento de 1 punto porcentual del tipo de interés a corto plazo como consecuencia de una perturbación de política monetaria

(porcentajes)



b) Variaciones del crecimiento medio trimestral de la inversión residencial entre 2021 y 2022

(puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Wall Street Journal, Wu y Xia (2017) *op. cit.* y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el efecto estimado en el nivel de inversión residencial derivado de un aumento de 1 punto porcentual del tipo de interés a corto plazo como consecuencia de una perturbación de política monetaria. El panel b muestra la variación del crecimiento medio trimestral de la inversión residencial entre 2021 y 2022 y los factores determinantes estimados. Los resultados se basan en un modelo BVAR estimado por separado para la zona del euro y Estados Unidos, en el que las perturbaciones se han identificado con restricciones cero y de signo. Los efectos que se presentan en el panel a son significativamente distintos de cero a un nivel de confianza del 90 %.

Las perspectivas relativas a la inversión residencial en la zona del euro son débiles, pese a la capacidad de resistencia observada recientemente. Aunque la inversión en vivienda suele ser menos volátil y se ha visto menos afectada por el reciente endurecimiento de la política monetaria que la inversión residencial en Estados Unidos, es probable que los impactos negativos de la subida de los tipos de interés oficiales en la zona del euro se intensifiquen con el tiempo, dados los efectos retardados estimados de la política monetaria. De hecho, en las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de](#)

marzo de 2023 se prevé una disminución prolongada y sustancial de la inversión residencial en la zona del euro este año y el siguiente.

2 Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro

Malin Andersson, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis y Nico Zorell

Las actividades que las empresas multinacionales desarrollan en Irlanda están afectando cada vez más al PIB de la zona del euro y a sus componentes. Las multinacionales radicadas en dicho país contribuyen al producto interior al mantener grandes plantas de producción, ofrecer empleos bien remunerados y generar ingresos fiscales. En los diez últimos años se ha observado una relocalización a gran escala de productos de propiedad intelectual (PPI) a Irlanda por parte de multinacionales extranjeras, combinada en algunos casos con el traslado de la sede del grupo a este país (cambio de domicilio)¹. Las operaciones asociadas a estos activos intangibles no suelen guardar relación con la dinámica del ciclo económico de la zona del euro, sino que reflejan medidas de optimización fiscal adoptadas por grandes multinacionales extranjeras. Esas operaciones pueden ser de gran volumen, irregulares e instantáneas, dado que desplazar esos activos (por ejemplo, *software* y patentes) de un país a otro no exige ningún tipo de cambio de ubicación física. En el trimestre en el que se realiza la operación, la volatilidad resultante en la inversión real, excluida la construcción, de Irlanda y de la zona del euro tiene mayormente un efecto neutral sobre el PIB, puesto que se compensa con las importaciones reales de servicios². Sin embargo, las entradas de PPI impulsan el *stock* de capital y las exportaciones tanto en Irlanda como en la zona del euro, contribuyendo así de forma positiva al crecimiento del PIB real en trimestres posteriores. En este recuadro se examinan estas cuestiones relacionadas con las entradas de PPI y se pone de relieve: i) su impacto prácticamente neutral en el crecimiento del PIB de la zona del euro dentro del mismo trimestre, pese al comportamiento volátil de la inversión y de las importaciones, y ii) su efecto positivo acumulado en el crecimiento del PIB de la zona del euro a medio plazo.

Las operaciones con activos intangibles realizadas por multinacionales residentes en Irlanda han provocado una volatilidad considerable en los indicadores trimestrales de la inversión y las importaciones de la zona del euro, pero han tenido un impacto prácticamente neutral en el crecimiento del PIB de la zona dentro del mismo trimestre. De acuerdo con los datos de las cuentas nacionales, la inversión, excluida la construcción, y las importaciones de

¹ La relocalización de los activos intangibles se refiere a las entradas de PPI, es decir, la transferencia de activos —como patentes, marcas, derechos de autor (*copyrights*), procesos y diseños industriales— del extranjero a una entidad que reside en el país declarante.

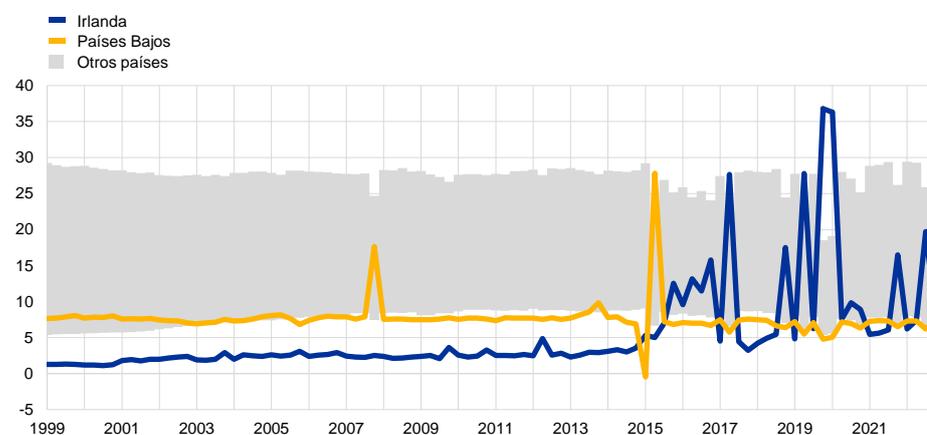
² La inversión, excluida la construcción, se define como la inversión total menos la inversión en construcción. Se utiliza como aproximación (*proxy*) de la inversión empresarial en ausencia de tal variable en los datos de las cuentas nacionales de la zona del euro. Para consultar información sobre el impacto de la volatilidad trimestral observada en la dinámica de los PPI sobre la inversión de la zona del euro, véase, por ejemplo, el recuadro 1 del artículo titulado «[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

servicios de la zona del euro han sido particularmente volátiles en los últimos años³. El motivo principal son las entradas de PPI en Irlanda, que representan una proporción desproporcionadamente alta de la inversión en PPI de la zona del euro en algunos trimestres, distorsionando así las señales sobre los factores determinantes del ciclo económico de la zona del euro (gráfico A)⁴. Las entradas de PPI en los Países Bajos también han sido especialmente elevadas en algunas ocasiones. El impacto sobre el crecimiento del PIB de la zona del euro causado por las operaciones con PPI en Irlanda suele ser prácticamente neutral dentro del mismo trimestre, debido al efecto compensador de los incrementos de las importaciones de servicios (gráfico B)⁵.

Gráfico A

Porcentajes de inversión en PPI de la zona del euro, por país

(porcentaje de inversión en PPI de la zona del euro)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En «Otros países» están incluidos Alemania, España, Francia e Italia. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

³ Las actividades de las multinacionales, en particular la inversión en PPI y las importaciones de esos productos, afectan directamente a los indicadores de los componentes de gasto del PIB. Esto se debe a los cambios estadísticos aplicados, entre otros motivos, para incorporar las actividades de investigación y desarrollo en estos componentes. Véase Comisión Europea (Eurostat), [European System of Accounts 2010](#), Luxemburgo, 2013, p. 74.

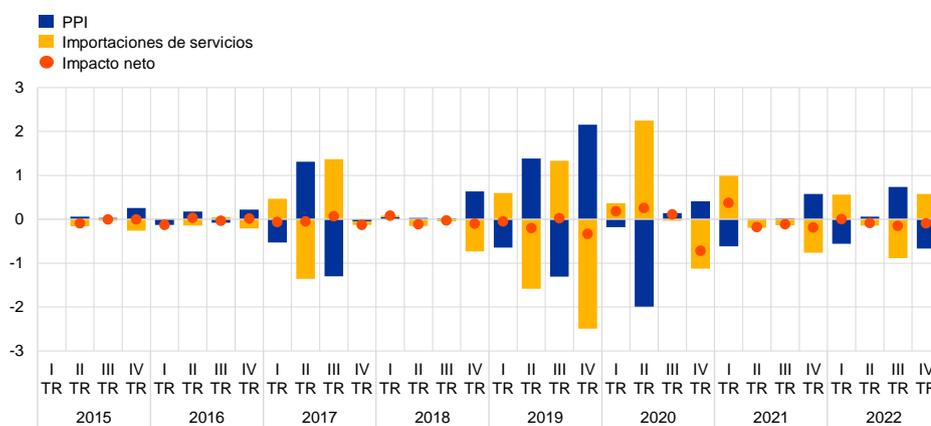
⁴ Para información sobre las actividades de las multinacionales, véase Comisión Económica de las Naciones Unidas para Europa, «[The impact of globalization on national accounts](#)», Naciones Unidas, 2011. Aunque se sigue trabajando en el ámbito de las actividades de las multinacionales, hay margen para mejorar los datos tanto de las cuentas nacionales como de la balanza de pagos, por ejemplo, en lo que respecta a la información de empresas no financieras bajo control extranjero y la consolidación transfronteriza de grupos multinacionales. Para información más detallada, véase P. R. Lane, «[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia conjunta del Banco Central Europeo, el Irving Fisher Committee y el Banco de Portugal titulada «Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?», Lisboa, 17 de febrero de 2020.

⁵ Por ejemplo, una entidad de un grupo multinacional residente en Irlanda podría comprar los derechos de propiedad de PPI, como una pieza de *software*, a una entidad del grupo residente en otra jurisdicción. Esto se registraría como importación de servicios de investigación y desarrollo y como inversión en PPI dentro de la categoría de formación bruta de capital fijo.

Gráfico B

Contribución de los PPI y las importaciones de servicios de Irlanda al crecimiento del PIB de la zona del euro

(contribuciones en puntos porcentuales a la tasa de variación intertrimestral del PIB de la zona del euro)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los valores del primer y cuarto trimestre de 2020 se han interpolado. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

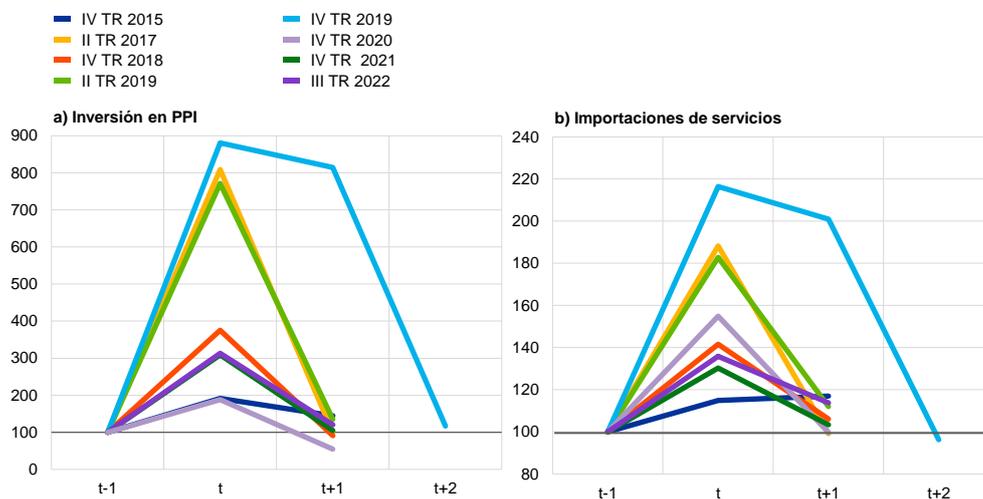
Aunque es difícil predecir con antelación entradas de PPI de gran volumen en Irlanda, la evolución posterior suele seguir un patrón bastante regular.

El período en el que se producen entradas de PPI significativas tiene poco que ver con la dinámica del ciclo económico subyacente. En cambio, a menudo guarda relación con las decisiones de optimización fiscal adoptadas por cada multinacional, que no se anuncian previamente, por lo que resulta muy difícil prever a corto plazo las operaciones con PPI. Desde 2015, se han producido ocho episodios en los que las tasas de crecimiento intertrimestral de la inversión en PPI en Irlanda superaron el 80 %. En todos menos en uno, estas tasas y las de las importaciones de servicios retornaron a los niveles anteriores a la perturbación en el siguiente trimestre (gráfico C). En la segunda mitad de 2022, la dinámica de los PPI en Irlanda fue acorde, en general, con estos patrones históricos: la entrada de PPI que se produjo en el país en el tercer trimestre —que dio lugar a una tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en esos productos del 213 %— fue seguida de una entrada mucho menor en el cuarto trimestre, lo que supuso un descenso intertrimestral del 61 % en el nivel de dicha inversión. El patrón de las importaciones de servicios fue similar. Dado el efecto compensador de estas, el impacto de las operaciones con PPI en el crecimiento del PIB de la zona del euro dentro del mismo trimestre fue prácticamente neutral en los dos trimestres.

Gráfico C

Niveles de inversión en PPI y de importaciones de servicios en Irlanda alrededor de los trimestres con entradas de PPI de gran volumen

(índice: nivel en el trimestre inmediatamente anterior a entradas de PPI significativas = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «t» se refiere a los trimestres en los que se observaron entradas de PPI significativas en Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

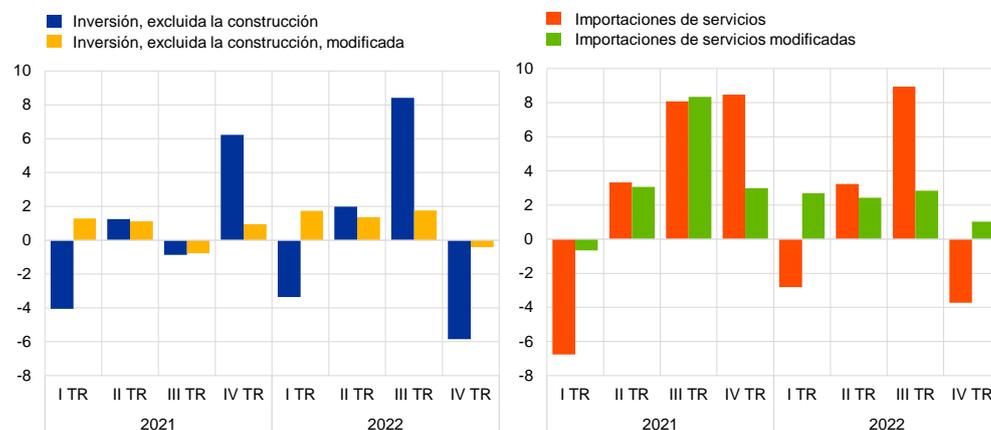
Las series modificadas de datos de inversión e importaciones pueden mostrar una imagen de la dinámica subyacente en la economía real más clara que las series oficiales no modificadas. La Central Statistics Office de Irlanda calcula y publica una serie modificada de datos que se ha diseñado para reflejar la actividad inversora interna y no tiene en cuenta la volatilidad errática observada en los datos de PPI. La serie «inversión modificada» se define como la inversión total menos la inversión en PPI y la inversión en aviones comprados por sociedades de arrendamiento (*leasing*) residentes en Irlanda⁶. Si se comparan las dos series, se aprecia que, en el cuarto trimestre de 2022, la inversión, excluida la construcción, de la zona del euro se redujo un 0,4 % en términos intertrimestrales según la serie ajustada, pero un 5,8 % según los datos oficiales (gráfico D). Las aproximaciones (*proxies*) de las importaciones de servicios, que se calculan restando las operaciones con PPI de las importaciones de servicios, muestran una diferencia similar. Estas series modificadas presentan patrones menos volátiles que facilitan el análisis del ciclo económico. Dado que las operaciones con PPI que generan la volatilidad se han realizado hasta ahora principalmente con empresas de fuera de la zona del euro, el ajuste no suele distorsionar el comercio dentro de la zona.

⁶ La mayoría de sociedades de *leasing* de aviones en Irlanda están bajo control extranjero y gestionan en torno a la mitad de la flota mundial de aviones comerciales arrendados. Sus actividades afectan, sobre todo, a los componentes de inversión y de comercio del PIB. En 2021, la inversión en aviones para *leasing* ascendió a alrededor del 10 % de la inversión total, frente al 45 % correspondiente a la inversión en PPI. Para información más detallada, véase J. Osborne-Kinch, D. Coates y L. Nolan, «The Aircraft Leasing Industry in Ireland: Cross Border Flows and Statistical Treatment», *Quarterly Bulletin*, n.º 1, Central Bank of Ireland, enero de 2017.

Gráfico D

Inversión, excluida la construcción, e importaciones de servicios de la zona del euro con y sin inversión en PPI en Irlanda

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Central Statistics Office de Irlanda y cálculos del Central Bank of Ireland y del BCE.

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

Con todo, las entradas de PPI contribuyen positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en los trimestres siguientes. Irlanda, que representaba el 4 % del PIB de la zona del euro en 2022, contribuyó de manera desproporcionada (en torno al 18 %) al aumento acumulado del PIB de la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2023 (gráfico E). Esto refleja, en gran parte, los impactos positivos a largo plazo de los PPI relocados en el crecimiento del PIB de la zona del euro, dado que estos: i) impulsan el *stock* de capital, que estimula tanto la productividad como la amortización (consumo de capital), y ii) generan mayores flujos de exportaciones⁷. Los ingresos generados por los PPI mantenidos en Irlanda los perciben, principalmente, residentes extranjeros. La renta nacional bruta modificada (RNB*), un indicador que corrige la renta nacional bruta (RNB) por las salidas de ingresos relacionados con las multinacionales y los costes de amortización asumidos por los residentes extranjeros, se sitúa actualmente solo en torno a la mitad del PIB⁸.

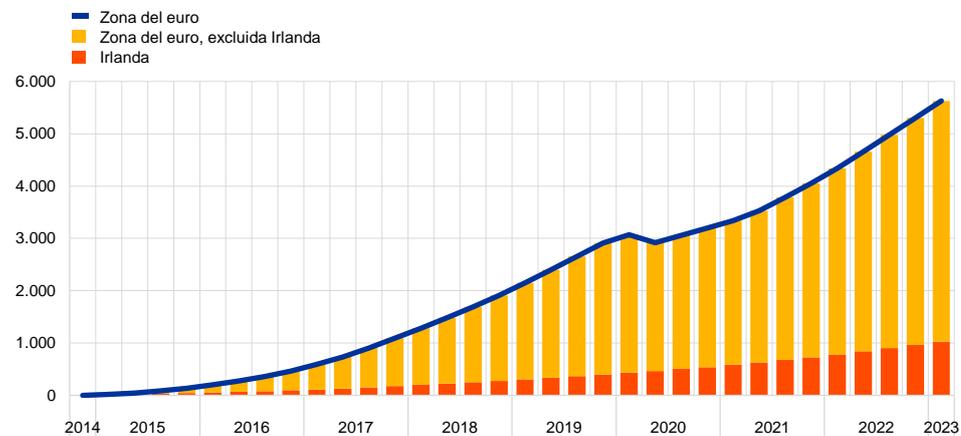
⁷ Los flujos de exportaciones relacionadas con PPI pueden tener su origen en el aumento de las exportaciones de servicios (por ejemplo, licencias de *software*) o en el incremento de las exportaciones de bienes a través de la fabricación subcontratada (*contract manufacturing*). En esta última, una empresa contrata a otra extranjera para que produzca un bien, pero mantiene la propiedad de los insumos, incluidos los PPI. Las exportaciones desde Irlanda a través de la fabricación subcontratada solían compensarse con las importaciones asociadas (en particular, los pagos de canon por el uso de propiedad intelectual). Sin embargo, debido a la relocalización de algunos PPI, son necesarios menos pagos de ese tipo y, por tanto, las importaciones de servicios ya no crecen en consonancia con las exportaciones producidas mediante *contract manufacturing*. Véase, por ejemplo, Irish Fiscal Advisory Council, «[Pre-Budget 2017 Statement](#)», recuadro A, septiembre de 2016.

⁸ Más concretamente, el indicador RNB* publicado por la Central Statistics Office de Irlanda ajusta la RNB por los beneficios no distribuidos de empresas que han cambiado de domicilio y la amortización de los PPI y los aviones arrendados.

Gráfico E

PIB de la zona del euro y contribución de Irlanda

(PIB de la zona del euro acumulado entre el IV TR de 2014 y el I TR de 2023, millones de euros; contribución de Irlanda y del resto de la zona del euro)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro

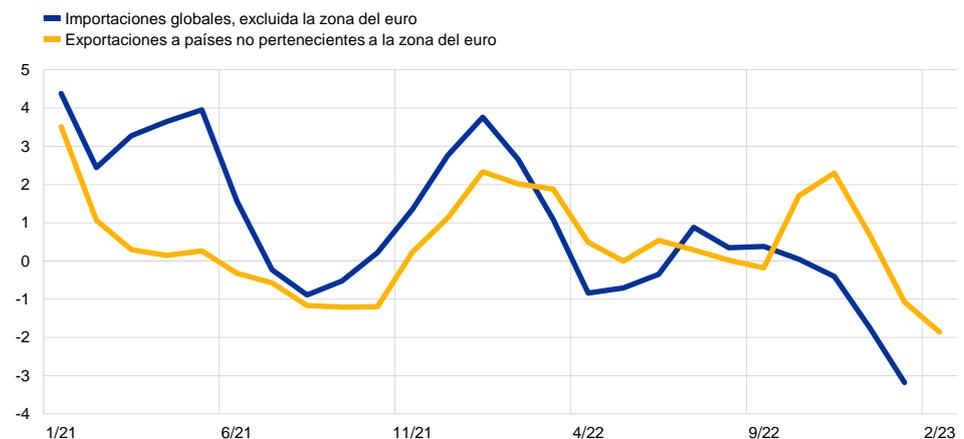
Lorenz Emter, Vanessa Gunnella y Tobias Schuler

La moderada demanda global, los cuellos de botella en la oferta y el aumento de los costes energéticos lastraron la evolución de las exportaciones de la zona del euro el pasado año. Si bien las exportaciones de la zona del euro se recuperaron con fuerza inmediatamente después de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en los dos últimos años han registrado un crecimiento relativamente tenue. La debilidad de estas exportaciones fue reflejo, en parte, de la falta de dinamismo del comercio mundial, ya que las empresas estaban luchando para hacer frente a las disrupciones en las cadenas de suministro. Sin embargo, pese al repunte que experimentaron en el verano del pasado año, las exportaciones de la zona del euro han tendido a ir a la zaga de la recuperación global del comercio, al no ser capaces los exportadores de la UEM de recuperar las cuotas de mercado perdidas durante la pandemia (gráfico A). La reciente relajación de los cuellos de botella en la oferta debería ayudar a impulsar las perspectivas del comercio mundial en el corto plazo, incluidas las relativas a la zona del euro. No obstante, las empresas exportadoras, particularmente las radicadas en la zona del euro, también afrontan los retos de unos costes energéticos todavía elevados. En este recuadro se examina la evidencia empírica sobre los efectos de la perturbación de precios de la energía en la competitividad-precio y en la evolución de las exportaciones de la zona del euro.

Gráfico A

Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro e importaciones mundiales

(tasa de crecimiento de tres en tres meses)



Fuentes: Eurostat y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Las restricciones de suministro de energía afectan a las exportaciones de la zona del euro a través de dos canales principales. En primer lugar, el aumento de los precios mundiales de la energía tiende a frenar la demanda global, ya que los

ingresos se redistribuyen de los países consumidores de energía a los que la producen, que suelen tener una menor propensión marginal al gasto. En segundo lugar, dado que los costes energéticos son un componente esencial de los costes de producción, la subida de los primeros también puede minar la capacidad para competir en los mercados internacionales. Esto ha sido particularmente relevante recientemente, porque la perturbación energética reciente ha afectado a la zona del euro de una manera desproporcionada. Aunque los precios de la energía experimentaron un incremento acusado en todo el mundo en 2021 y 2022, en la zona del euro la subida fue sustancialmente mayor. Por ejemplo, en 2022, los precios mayoristas del gas en la zona del euro fueron, en promedio, trece veces más caros que en 2020, mientras que en Estados Unidos y en Asia se situaron 3,5 y 9 veces por encima de sus niveles respectivos de 2020¹.

La evidencia empírica sugiere que la perturbación de precios de la energía frenó las exportaciones de la zona del euro durante el pasado año. Una descomposición histórica de las perturbaciones obtenida mediante un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para las exportaciones agregadas de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro muestra que los factores principales que explican la dinámica de las exportaciones el año pasado fueron los cambios en la situación de la demanda global y los efectos de los cuellos de botella en la oferta (gráfico B). La perturbación en el suministro de energía desempeñó un papel menos significativo a la hora de frenar el crecimiento de las exportaciones, que se redujo en torno a 0,6 puntos porcentuales, en promedio, a lo largo del pasado año. Dado que esta perturbación se identifica a través de las variaciones de los precios del crudo y de la producción de petróleo a nivel mundial, no captura plenamente el efecto de la crisis energética que se evidencia en los acusados aumentos de los precios del gas tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia². De hecho, un análisis transversal muestra que, el año pasado, las exportaciones de la zona del euro disminuyeron significativamente en los sectores con un alto consumo energético (gráfico C). Esta disminución fue más patente en los sectores de metales básicos y de productos químicos, que son muy intensivos en el uso de energía y experimentaron contracciones del 18 % y del 14 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2022³.

¹ Las series de referencia utilizadas son el gas natural en el mercado virtual TTF para la zona del euro, el precio *spot* del gas natural Henry Hub para Estados Unidos y el índice de precios *spot* de Japan Korea Marker (JKM) para el gas natural licuado (GNL) para Asia.

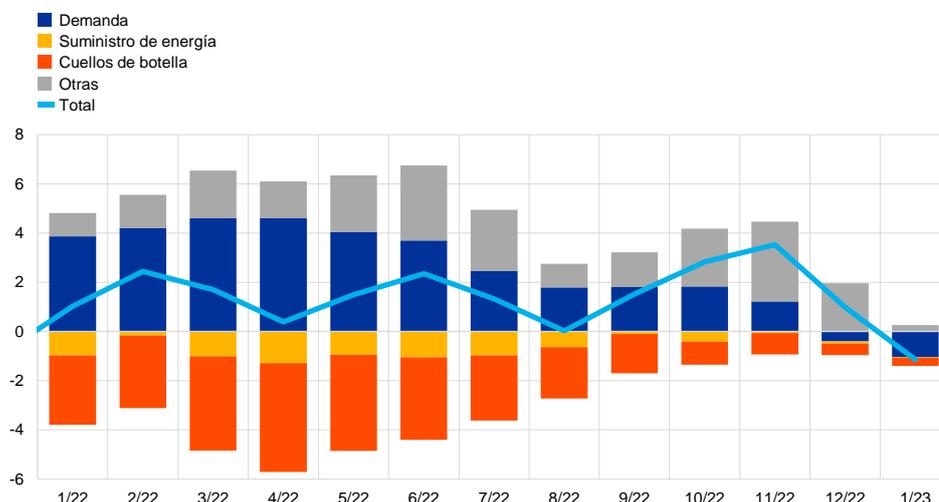
² Se obtienen resultados similares utilizando un índice sintético de precios de la energía para los precios del petróleo y del gas en la zona del euro. Con esta identificación alternativa, las perturbaciones de cuellos de botella se distinguen de las perturbaciones en el suministro de energía asumiendo un efecto positivo en la relación entre la producción industrial de la zona del euro en sectores intensivos en energía y la producción en sectores no intensivos en energía para las primeras y un signo negativo para las segundas. Según esta especificación, la perturbación en el suministro de energía redujo el crecimiento de las exportaciones en torno a 0,8 puntos porcentuales, en promedio, el año pasado.

³ En algunos sectores, la perturbación energética puede haber acentuado las actuales tendencias a más largo plazo. Además, la evidencia empírica muestra que, en los sectores intensivos en el uso de energía, las importaciones sustituyeron a la producción, dados los precios más elevados de la energía en el mercado interior. Véase el recuadro titulado «¿Cómo ha afectado la subida de los precios de la energía a la producción industrial y a las importaciones?», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023.

Gráfico B

Descomposición histórica de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro utilizando un modelo SVAR

(media móvil de tres meses de las tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



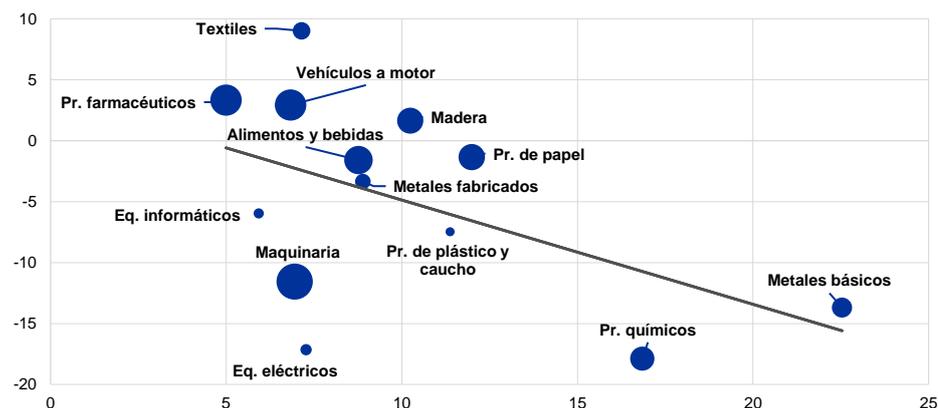
Fuentes: Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), CPB, US Energy Information Administration, Reserva Federal de Nueva York y cálculos del BCE.

Notas: El modelo SVAR se basa en datos mundiales y de la zona del euro entre enero de 2003 y enero de 2023. Se suponen las siguientes restricciones de signo sobre el impacto: las perturbaciones de demanda implican Brent (+), producción de petróleo (+), importaciones mundiales (+), índice de precios de consumo (IPC) a nivel mundial (+), presiones en las cadenas de suministro (+), exportaciones de la zona del euro (+); las perturbaciones de cuellos de botella implican importaciones mundiales (-), IPC mundial (+), presiones en las cadenas de suministro (+), exportaciones de la zona del euro (-); las perturbaciones en el suministro de energía implican Brent (+), producción de petróleo (-), importaciones reales mundiales (-), IPC mundial (+), presiones en las cadenas de suministro (0), exportaciones de la zona del euro (-).

Gráfico C

Intensidad energética y crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro

(eje de abscisas: intensidad energética, porcentajes; eje de ordenadas: crecimiento interanual en IV TR 2022, porcentajes)



Fuentes: Eurostat, base de datos Trade in Value Added (TIVA) de la OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La intensidad energética se calcula como el insumo energético en porcentaje de la producción total. Los datos de los insumos energéticos se refieren a 2018. El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro para cada sector se refiere a cantidades. El tamaño de los círculos refleja la cuota de cada sector en los valores de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro.

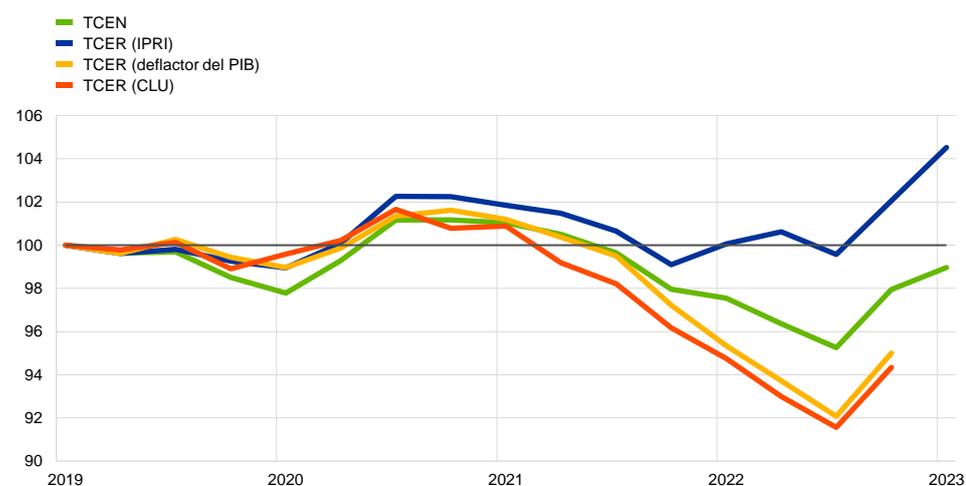
Los indicadores que reflejan los precios industriales apuntan a un deterioro de la competitividad-precio de las exportaciones. Los indicadores del tipo de cambio efectivo real —basados en el deflactor del PIB o en los costes laborales unitarios (CLU)— sugieren que la competitividad-precio de la zona del euro mejoró

en 2021 y en la primera parte de 2022, antes de que la reciente apreciación del euro revirtiera parcialmente este efecto (gráfico D). Varios factores explican esta evolución: i) los exportadores extranjeros que compiten en los mismos mercados también sufrieron el encarecimiento de los costes de los insumos, dado que los precios de las materias primas y de la energía repuntaron en todo el mundo; ii) otros costes de producción (remuneración de la mano de obra y del capital) se mantuvieron contenidos en relación con los de sus competidores, y iii) la significativa depreciación del euro al comienzo de la crisis energética impulsó la competitividad-precio de la zona del euro (línea verde del gráfico D)⁴. Sin embargo, el indicador basado en el índice de precios industriales (IPRI), que refleja mejor las presiones sobre los precios relativos de los bienes comerciables, sugiere un efecto negativo mayor sobre la competitividad de la zona del euro. Durante 2022, las ganancias de competitividad como consecuencia de la depreciación del euro se vieron contrarrestadas por el aumento de los precios relativos medidos por el IPRI, lo que apunta a que la perturbación de precios de la energía ha tenido un papel más dominante en el caso de la zona del euro que en el de sus competidores.

Gráfico D

Tipo de cambio efectivo del euro

(Índice: marzo de 2019 = 100)



Fuentes: ECB y cálculos del BCE.

Notas: TCER y TCEN se refieren al tipo de cambio efectivo real/nominal del euro frente a las monedas de 18 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro.

Las perspectivas de competitividad a medio plazo pueden ser menos favorables.

En el pico de la crisis energética reciente, los precios del gas aumentaron más en la zona del euro que en Estados Unidos o en Asia. Pese a que los precios de la energía (particularmente del gas) han caído desde el verano de 2022, se han mantenido elevados en comparación con los niveles prepandemia (los precios del gas TTF, la serie de referencia utilizada para la zona del euro, se encuentran actualmente en una cota tres veces superior, mientras que la referencia de Estados Unidos está a la par con sus niveles de diciembre de 2019). Además, la

⁴ En relación con otros costes de producción de los competidores, véase el recuadro titulado «Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

zona del euro sigue afrontando dificultades significativas relacionadas con el suministro de energía. Aunque el panorama a corto plazo es relativamente favorable tras un invierno con temperaturas suaves, la zona del euro aún tiene que encontrar un sustituto sostenido al suministro del gas ruso a medio plazo. Las fuentes alternativas podrían implicar precios estructuralmente más altos (los futuros del gas para 2025 son tres veces más elevados en la zona del euro que el equivalente en Estados Unidos) y precios de importación más volátiles. Al mismo tiempo, a medio plazo, la zona del euro también debe tener en cuenta los costes potenciales de la necesaria transición a energías verdes, que en Europa podrían ascender al 6,5 % del PIB entre 2021 y 2050 —el gasto más elevado entre las economías avanzadas—⁵. Es probable que estas inversiones generen ganancias de eficiencia y tengan efectos positivos a más largo plazo, incluido a través de una reducción sustancial de los costes de la energía⁶. Sin embargo, durante la fase de transición, un incremento de los costes de los insumos energéticos acarrearía mayores costes de producción, lo que podría debilitar la competitividad-precio de la zona del euro a medio plazo, tal como sugiere la evolución reciente de los indicadores del tipo de cambio efectivo real basados en el IPRI.

⁵ Estimación basada en un escenario de cero emisiones netas para 2050 y referida al gasto en activos físicos para los sistemas energéticos y de uso de la tierra. Véase «The net-zero transition: What it would cost, what it could bring», McKinsey Global Institute, 2022. Las estimaciones varían dependiendo del escenario (escenario de referencia del Acuerdo de París o escenario de cero emisiones netas para 2050), de los supuestos subyacentes y de la forma de definir los costes. La Comisión Europea estima que las necesidades de inversión anual en el sistema energético y para transporte en la UE ascienden, en promedio, a 1,24 billones de euros a precios de 2022 (véase «Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity», *Commission Staff Working Document*, Comisión Europea, marzo de 2023).

⁶ Para un análisis de impacto, véase «Intensificar la ambición climática de Europa para 2030: Invertir en un futuro climáticamente neutro en beneficio de nuestros ciudadanos», COM(2020) 562 final, Comisión Europea, 17 de septiembre de 2020.

4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Gabe de Bondt, Friderike Kuik, Gwenaël Le Breton, Richard Morris y Sara Romaniega Sancho

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 61 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 30 de marzo y el 13 de abril de 2023¹.

En términos agregados, los contactos señalaron que la actividad se había estancado o había crecido solo ligeramente en el primer trimestre, con dinámicas diferentes en los distintos sectores. A este respecto, la evolución estuvo en consonancia, en promedio, con las expectativas expresadas en la anterior ronda de contactos de enero. La mayoría de los contactos de los sectores de bienes de consumo, comercio minorista y construcción señalaron una desaceleración de la actividad, pero estos resultados se vieron compensados por las referencias al crecimiento de la demanda de servicios de consumo y de la producción de bienes de equipo.

La actividad del sector industrial continuó estando influenciada por fuerzas opuestas. Por una parte, la elevada inflación, junto con la saturación de la demanda de determinados artículos durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), continuaron debilitando la demanda de múltiples bienes de consumo. Además, desde mediados de 2022, muchas empresas habrían estado reduciendo sus existencias y se consideraba que esta reducción aún proseguía en algunos sectores, provocando una evolución divergente de la demanda de bienes intermedios relacionados. La actividad de la construcción se vio afectada negativamente por la caída de la demanda de promoción de viviendas, debido a los mayores costes de los insumos y de financiación. Por otra parte, una disminución relativamente rápida de las interrupciones de oferta pasadas facilitó el aumento de la producción, principalmente en el sector de bienes de equipo. Según los contactos, las cadenas de suministro habían vuelto a la normalidad en líneas generales. Así pues, la producción del sector automovilístico se estaba recuperando (aunque permanecía aún en niveles bajos), mientras que los fabricantes de maquinaria y equipo indicaron unos niveles de producción elevados, o cada vez mayores, para hacer frente a las todavía abultadas carteras de pedidos pendientes, especialmente las que responden a las necesidades de inversión de los clientes en relación con la transición a una economía de cero emisiones netas. La actividad del sector agroalimentario estuvo respaldada por una demanda generalmente inelástica, menores importaciones y precios altos que incentivaron el aumento de la

¹ Para información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

producción. En el sector energético, la generación de energía eólica y solar se había incrementado en los últimos meses.

Los contactos del sector servicios señalaron una falta de dinamismo de la actividad en el comercio minorista y el transporte de mercancías, pero una demanda cada vez más fuerte de servicios tecnológicos y de turismo y viajes.

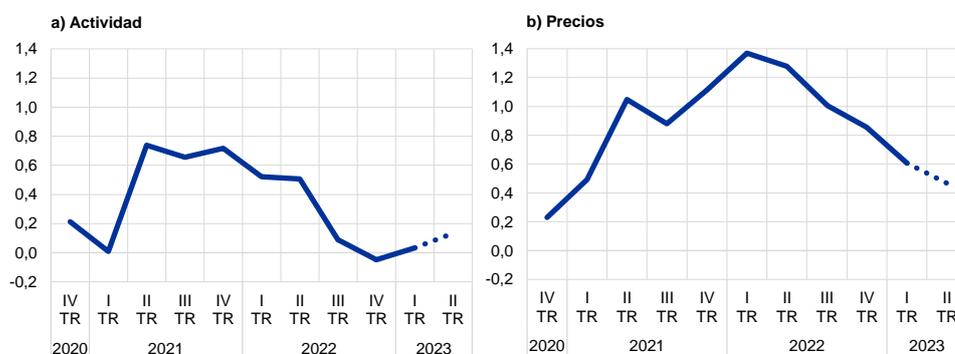
La mayoría de los contactos del comercio minorista, especialmente los que se dedican a la venta de bienes no esenciales, indicaron una contracción de la actividad, en línea con la visión pesimista de los contactos del sector de bienes de consumo. Estas indicaciones son coherentes con las de los contactos del sector del transporte, que señalaron que la actividad del transporte por carretera y marítimo había descendido o se había estabilizado en unos niveles algo inferiores a los de hace unos trimestres. En cambio, los contactos del sector de turismo y viajes se mostraron muy optimistas por el vigoroso crecimiento de la demanda de servicios de turismo, pese al aumento de los precios, tanto durante el invierno como en Semana Santa, y en relación con las reservas para la temporada estival. Los servicios tecnológicos continuaron siendo otro motor de crecimiento del sector servicios, gracias en parte a la demanda relacionada con las exigencias ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), así como regulatorias.

En general, se esperaba que la actividad mantuviera su tendencia actual durante el segundo trimestre, mientras que las perspectivas para los meses posteriores del año seguían estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Las expectativas de un repunte adicional de la actividad en la segunda mitad del año eran débiles, debido a las señales dispares sobre la demanda mundial y a la persistencia de la incertidumbre en torno a los precios de la energía y su suministro, a lo que se sumó cierto nerviosismo provocado por los problemas recientes de algunos bancos.

Gráfico A

Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

La evolución y las perspectivas a corto plazo del empleo se mantuvieron bastante estables en general.

Las empresas que señalaron un fuerte crecimiento del empleo pertenecían a un número relativamente reducido de sectores, en particular el de la energía (impulsado por la inversión en renovables e infraestructuras de energías limpias) y el de turismo (dada la intensa recuperación actual del sector). Las referencias a despidos y previsiones de despidos también fueron escasas y se hicieron fundamentalmente en los sectores de bienes intermedios intensivos en energía. Las empresas que querían reducir su plantilla podían conseguirlo en general mediante la rotación natural, aunque algunas esperaban un mayor escrutinio de los costes laborales a medida que avanzara el año en vista del aumento de los salarios y de la moderación del crecimiento de los precios. Las agencias de empleo indicaron una evolución algo heterogénea, con una actividad débil de los contratos temporales, pero un incremento todavía acusado de los contratos indefinidos. Los contactos de varios sectores seguían considerando que las contrataciones eran difíciles dada la escasez de determinadas competencias, mientras que también hubo algunas empresas que señalaron que la actividad se veía obstaculizada y los costes laborales aumentaban a causa de las elevadas tasas de bajas por enfermedad.

Los contactos indicaron que la tasa de aumento de los precios de venta se estaba moderando en su conjunto, coincidiendo en líneas generales con lo anticipado a principios del año.

Esta moderación reflejó, en gran medida, la estabilización de los costes de los consumos intermedios (excluyendo los costes laborales) y la recuperación del equilibrio entre la oferta y la demanda de muchos bienes desde el verano pasado. Sin embargo, esta dinámica se vio contrarrestada parcialmente por las mayores presiones de costes procedentes de los salarios. Los contactos de los sectores de bienes de consumo y de comercio minorista (al menos los que fabrican o venden artículos no esenciales) consideraban que el entorno de fijación de precios era cada vez más difícil dada la reducción de la demanda y la fuerte competencia. Sin embargo, en algunos sectores, los contactos seguían señalando acusados incrementos de los precios de venta, al menos durante la primera mitad de 2023. En el sector industrial, pese a que los precios de la energía y de muchos bienes intermedios en las fases iniciales de la cadena de producción habían caído en los últimos meses, se mantuvieron en su mayoría en niveles históricamente elevados. En consecuencia, los precios de muchos bienes intermedios seguían encareciéndose debido a la traslación de anteriores subidas de los costes de los insumos o de los aumentos salariales. Los contactos de las partes más intensivas en mano de obra de los sectores empresarial y de servicios de consumo preveían una continuación del fuerte avance de los precios en vista del elevado crecimiento de los salarios. Los precios en el sector de turismo también siguieron beneficiándose del extraordinario vigor de una demanda inelástica a los precios.

Las expectativas sobre los salarios se mantuvieron básicamente sin variación con respecto a la encuesta anterior, y el crecimiento salarial continuó siendo la principal preocupación relativa a los costes.

Basándose en una media simple de los puntos medios de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos estimaban un crecimiento de alrededor del 5 % en 2023 (frente a niveles en el

entorno del 3 % en 2022). Muchas empresas también realizaron pagos extraordinarios significativos a sus empleados en 2022 y/o en 2023.

A pesar del favorable entorno de fijación de precios en muchos sectores recientemente, los contactos señalaron que los márgenes empresariales se mantenían bastante estables en general, sobre todo considerando de manera conjunta la evolución de 2022 y las expectativas para 2023. Los márgenes habían aumentado de forma bastante significativa en los sectores de energía, transporte y agroalimentario en 2022, reflejo de la excepcional evolución de los mercados respectivos. Sin embargo, al menos en el caso de la energía y el transporte de mercancías, esta situación ya se estaba revirtiendo. En los sectores orientados a las empresas (bienes de equipo, bienes intermedios, servicios empresariales), la mayoría de los contactos manifestaron que el entorno había sido favorable para trasladar las subidas de los costes a los precios durante 2022, debido en parte a las disrupciones de oferta que habían hecho que los clientes se centraran más en la disponibilidad que en el precio. El efecto de esta inflación de precios y de costes sobre los márgenes variaba dependiendo de la rapidez con la que podían ajustarse los precios dadas las obligaciones contractuales, y el panorama global para 2022 y 2023 era de márgenes estables en general. En cambio, en los sectores orientados al consumo (bienes y servicios de consumo, incluido el comercio minorista), muchos contactos afirmaron que había sido difícil trasladar en su totalidad los aumentos de costes a los precios, y el panorama global era de estrechamiento de los márgenes, especialmente en 2022, y, hasta cierto punto, se esperaba que esta dinámica continuara también en 2023.

5 Indicadores de las presiones de los precios industriales en la inflación de los bienes de consumo

Ieva Rubene

El aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo en la zona del euro en los dos últimos años estuvo precedido por un incremento acusado de los precios industriales. Dado que los precios industriales tienen propiedades de indicador adelantado de los precios de consumo, constituyen un elemento fundamental y arraigado del análisis de las presiones latentes que realiza el BCE¹. En un análisis anterior se presentaba un marco para obtener un perfil temporal del impacto de los precios industriales sobre los precios de consumo². En este recuadro se ahonda en ese análisis utilizando el perfil temporal de esos impactos para calcular indicadores de las presiones de los precios industriales (IPPI), que resumen las presiones inflacionistas totales que los precios industriales ejercen sobre los precios de consumo de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos (BINE) a lo largo del tiempo. Estos IPPI complementan una amplia variedad de indicadores diferentes que son útiles para anticipar y evaluar el alcance de las presiones inflacionistas subyacentes en la economía³.

Los índices de precios industriales (IPRI) recogen los precios de los bienes a salida de fábrica. Los IPRI reflejan los costes de producción y los márgenes sobre esos costes, mientras que los precios de consumo también incluyen impuestos y gravámenes, así como los costes y los márgenes de los sectores de distribución y de venta al por menor. Existen distintos indicadores de IPRI, que recogen los precios en distintas fases de la cadena de producción. Por ejemplo, los IPRI de energía y de bienes intermedios reflejan los precios en las fases iniciales de la producción. Para los precios de los BINE, el IPRI inmediatamente relevante es el de ventas interiores de los sectores de bienes de consumo no alimenticio, mientras que, para los precios de consumo de los alimentos, es el IPRI de ventas interiores de las industrias alimentarias⁴. Estos IPRI capturan la evolución de los precios en las fases iniciales y finales de la cadena de producción. Teniendo en cuenta las diferencias conceptuales, las distintas ponderaciones de los subcomponentes en los índices de precios industriales y de precios de consumo, y el hecho de que los precios de consumo reflejan los precios de los bienes importados, además de los producidos internamente, la evolución de los IPRI no está totalmente alineada con la de sus homólogos respectivos en el IAPC (gráfico A). El papel que desempeñan

¹ Véanse los recuadros titulados «Industrial producer prices for sales in domestic and non-domestic markets», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013, y «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

² 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.

³ Véase P. R. Lane, «Underlying inflation», conferencia en el Trinity College Dublin, 6 de marzo de 2023.

⁴ El índice de precios industriales de la zona del euro es una agregación de los datos de cada país, que se refieren únicamente al mercado nacional (es decir, no al mercado interno de la zona del euro en su conjunto).

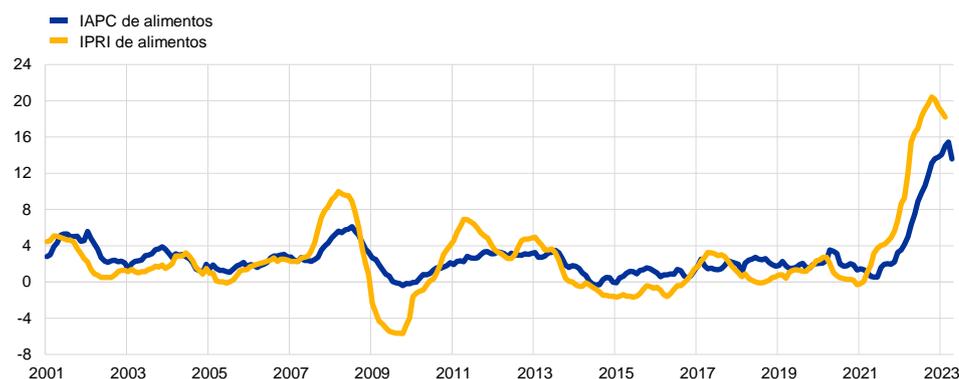
estas diferencias resulta evidente, por ejemplo, en las fluctuaciones ligeramente mayores de los precios industriales durante los ciclos de inflación.

Gráfico A

Evolución de los índices de precios industriales (IPRI) y del IAPC respectivo en la zona del euro

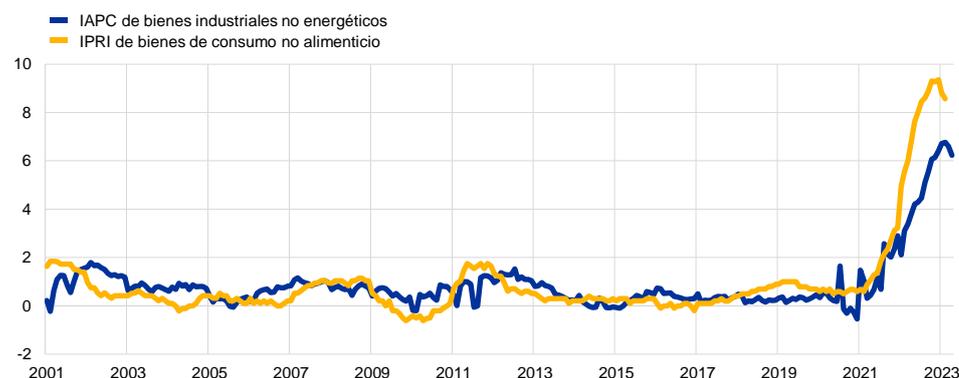
a) Precios de los productos alimenticios

(tasas de variación interanual)



b) Precios de los bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 (estimación de avance) para el IAPC y a febrero de 2023 para los precios industriales.

En un análisis de correlación simple se sugiere que la fortaleza del vínculo existente entre los índices de precios industriales y los de precios de consumo varía con el tiempo (gráfico B). Los coeficientes de correlación contemporánea entre el IPRI y el IAPC tanto de alimentos como de bienes de consumo no alimenticio registraron un incremento acusado en 2022. Esto sugiere que el excepcional repunte subyacente de los costes de la energía y los relacionados con los cuellos de botella desde principios de 2021 reactivó el vínculo entre los precios industriales y los de consumo tras una aparente desvinculación durante los años de inflación baja⁵. El incremento reciente también indica que el

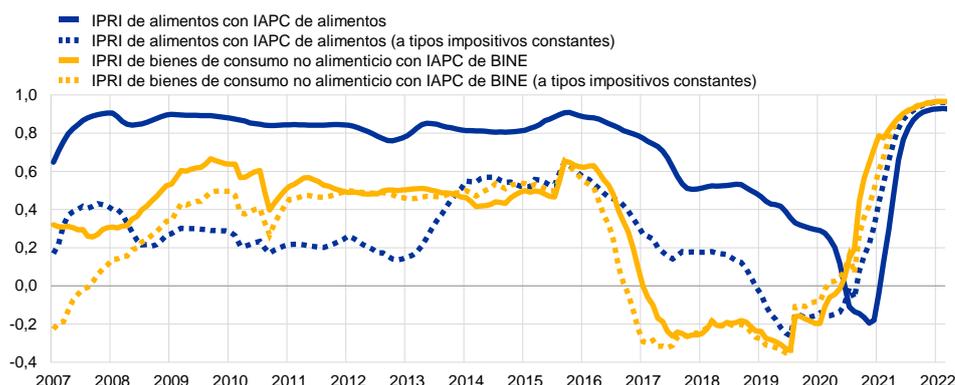
⁵ Desde un punto de vista conceptual, el vínculo existente entre los IPRI y las variaciones de los precios de consumo sería más apropiado si en la serie del IAPC se pudieran excluir los cambios en los impuestos indirectos. Sin embargo, el método empleado en este recuadro para obtener las presiones de los precios industriales se basa en el IAPC, incluidos los impactos de las modificaciones de los impuestos indirectos. Con todo, cuando se utiliza la serie del IAPC publicada por Eurostat a tipos impositivos constantes, los resultados son bastante similares a los que se presentan en este recuadro.

alcance de las presiones subyacentes ha reducido la capacidad de las empresas para compensar estos costes sustancialmente más elevados ajustando los beneficios, y ha llevado a un ajuste de los precios de consumo más pronunciado que en el entorno de inflación reducida, lo que ha contribuido al fuerte aumento de la inflación en los dos últimos años.

Gráfico B

Correlación contemporánea a lo largo del tiempo

(coeficiente de correlación; media móvil de cinco años)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023. El coeficiente de correlación se calcula para las tasas de variación interanual.

Los IPPI se elaboran utilizando funciones dinámicas de impulso-respuesta de los precios de consumo a los precios industriales (elasticidades) que se obtienen con el método de estimación de proyecciones locales (LP, por sus siglas en inglés)⁶. Las ecuaciones relacionan los precios de consumo de los alimentos y de los BINE con sus propios retardos y los cambios contemporáneos y retardados en los IPRI respectivos. Asimismo, la ecuación de los precios de consumo de los BINE incluye los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y —para reflejar las condiciones de demanda— la tasa de desempleo. Los resultados de la estimación sugieren que los precios de los BINE responden a los precios industriales de forma gradual, pero es probable que la velocidad de estas respuestas haya aumentado considerablemente en los dos últimos años⁷. Los resultados que incluyen los datos del período más reciente también van acompañados de un intervalo de confianza mucho mayor, lo que refleja, en parte, que en una especificación se ha incluido tanto un régimen anterior de inflación más

⁶ El método LP genera estimaciones para cada horizonte de previsión H calculando una regresión de la variable dependiente en T+H sobre el conjunto de información disponible en el momento T utilizando datos trimestrales. Este método refleja el utilizado por R. Colavecchio e I. Rubene en «[Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach](#)», *Working Paper Series*, n.º 2362, BCE, Frankfurt am Main, enero de 2020. Las estimaciones con datos hasta 2019 sugieren que un incremento del 1 % en los precios industriales elevaría posteriormente los precios de consumo de los BINE en torno a un 0,8 % en los dos años siguientes. Las estimaciones con datos hasta el segundo trimestre de 2022 apuntan a un impacto mucho más rápido de los IPRI sobre los precios de los BINE, concretamente una transmisión completa en los dos primeros trimestres, lo que implica que, más recientemente, el vínculo entre los precios industriales y los de consumo es mucho más fuerte.

⁷ Muchas grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro también han señalado la mayor frecuencia de cambios en los precios en el período más reciente. Véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023.

baja como el régimen actual de inflación elevada. En el modelo esto se interpreta como un incremento de la incertidumbre. La ampliación de los intervalos de confianza y el aumento del coeficiente de correlación pueden indicar cambios en las estrategias de fijación de precios de las empresas, habida cuenta de las perturbaciones de costes significativas observadas desde 2021.

Según los resultados del método LP, los precios de consumo de los alimentos responden a los cambios en los precios industriales con más rapidez que los de los BINE. Asimismo, parece que la magnitud y la velocidad del impacto se mantienen inalteradas cuando se amplía la muestra de estimación con datos de los dos últimos años⁸. Al examinar si la respuesta de los precios de consumo de los alimentos es diferente después de que suban o bajen los precios industriales, se observa que la respuesta después de subidas es más rápida. Así pues, tras un incremento del 1 % observado en los precios industriales de los alimentos, en el primer año ya se materializa un impacto del 1 % en los respectivos precios de consumo, mientras que, después de que los precios industriales desciendan un 1 %, el efecto es más gradual y solo alcanza el 0,8 % en un plazo de dos años⁹. Esta asimetría en las respuestas no era evidente en el caso de los precios de los bienes de consumo no alimenticio.

Los IPPI elaborados sugieren que las presiones de costes subyacentes crecieron notablemente durante 2022 y seguían siendo intensas tanto para los bienes de consumo no alimenticio como para los productos alimenticios a principios de 2023. Las elasticidades de los impactos de los precios industriales sobre los precios de consumo pueden transformarse para elaborar indicadores que recogen el efecto acumulado de las variaciones de los precios industriales en la tasa de inflación interanual de los bienes de consumo no alimenticio y de los productos alimenticios a lo largo del tiempo¹⁰. Los IPPI que figuran en el gráfico C incluyen las presiones sobre los precios de consumo basadas en las variaciones de los precios industriales durante los ocho trimestres anteriores. Según estos indicadores, la evolución de los precios industriales a lo largo de 2021 y 2022 apunta a que el nivel máximo de presiones alcistas sobre los precios de consumo de los BINE y de los productos alimenticios puede haberse alcanzado en el primer y segundo trimestre de 2023, respectivamente (gráfico C). Si el índice de precios industriales deja de aumentar o incluso comienza a disminuir con respecto al trimestre anterior, cabe

⁸ La respuesta más rápida de los precios de consumo de los alimentos se obtiene en una estimación en la que se utiliza la muestra hasta 2019, mientras que, si se amplía la muestra de estimación al segundo trimestre de 2022, la velocidad de la respuesta de los BINE al IPRI respectivo se aproxima a la de los alimentos.

⁹ La estimación LP también puede emplearse para examinar si los cambios positivos en el IPRI respectivo muestran el mismo grado de transmisión a los precios de consumo que los cambios negativos. Dicho análisis se efectúa introduciendo variables ficticias (*dummy*), véase el método adoptado en Colavecchio y Rubene, *op. cit.*

¹⁰ Las regresiones LP proporcionan una estimación del impacto acumulado de una variación del 1 % en el IPRI sobre los precios de consumo. Las respuestas estimadas parecen estabilizarse tras ocho trimestres; por tanto, este horizonte se utiliza para calcular el IPPI. Para obtener una estimación del impacto sobre las tasas de inflación interanual, los resultados del método LP correspondientes al impacto sobre los niveles de precios de consumo se transforman en el impacto sobre la tasa de variación interanual. Después, los impactos se reescalan en función de la magnitud de la variación intertrimestral en cada período y se asignan a los ocho trimestres siguientes en consecuencia. Posteriormente, el impacto total sobre los precios de consumo en un trimestre determinado se calcula sumando los impactos del IPRI (con un efecto retardado adecuado) en los ocho trimestres precedentes.

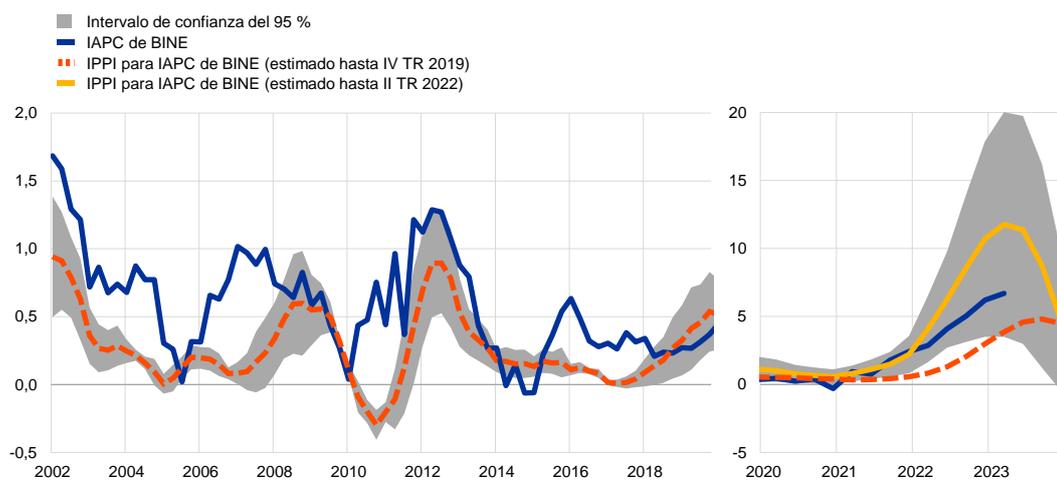
esperar que las presiones subyacentes se relajen a partir de entonces. Históricamente han existido grandes diferencias entre los IPPI y los precios de consumo, lo que, en parte, refleja un grado de volatilidad distinto entre los precios industriales y los precios de consumo.

Gráfico C

Indicadores de las presiones de los precios industriales sobre los precios de los bienes de consumo (IPPI)

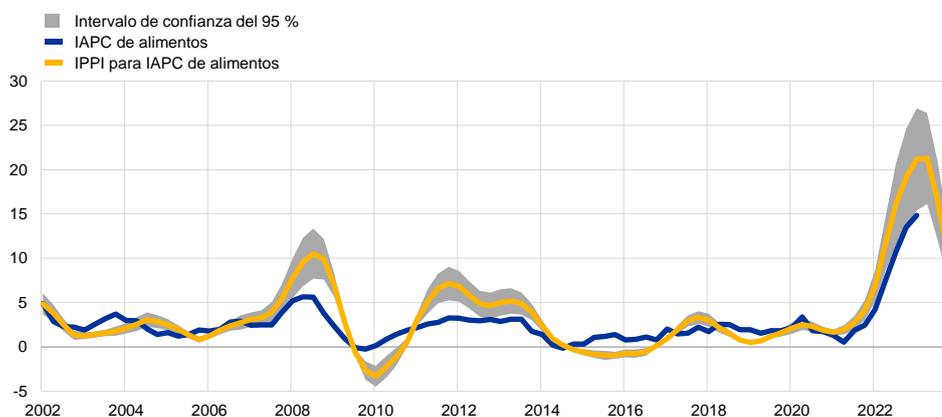
a) IPPI para el IAPC de bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual)



b) IPPI para el IAPC de alimentos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el IAPC y al cuarto trimestre de 2023 para el IPPI (que se obtiene utilizando datos del IPRI del primer trimestre de 2023, que se refieren a la media de enero y de febrero). El IPPI se calcula utilizando elasticidades durante un período de ocho trimestres obtenidas con el método de estimación LP. Este método genera elasticidades para una variación de los precios de consumo con respecto al cambio en los precios industriales. Para obtener el IPPI, estas elasticidades se transforman en un impacto sobre las tasas de inflación interanual de un índice. Posteriormente, para un cambio determinado en el IPRI, se calcula el impacto sobre los precios de consumo para los siete trimestres siguientes (se multiplica la variación intertrimestral del IPRI por el perfil temporal de los impactos). Después, las trayectorias de los cambios en el IPRI de los ocho trimestres precedentes consecutivos se suman para obtener el impacto conjunto sobre los precios de consumo en un trimestre determinado. En el panel a, el IPPI basado en la muestra de estimación hasta el final de 2019 (línea de color rojo) también se obtiene para el período posterior, con el fin de mostrar las diferencias debidas a variaciones en las elasticidades cuando el indicador se calcula en función de una muestra ampliada (línea amarilla). El intervalo de confianza del 95 % se refiere al IPPI basado en estimaciones LP hasta el cuarto trimestre de 2019 en el panel de la izquierda, y al IPPI estimado hasta el segundo trimestre de 2022 en el panel de la derecha. El IPPI del panel b se obtiene utilizando las respuestas más elevadas de los precios de consumo de los alimentos a las variaciones de los precios industriales tras incrementos del IPRI en comparación con descensos del IPRI (la trayectoria de los impactos sobre los precios de consumo durante ocho trimestres causados por una variación de un trimestre del IPRI se calcula multiplicando las elasticidades más altas cuando el cambio en el IPRI es positivo y las más bajas cuando ese cambio es negativo).

En general, los IPPI pueden ayudar a evaluar la intensidad y la dirección de las presiones subyacentes sobre los precios de los BINE y de los alimentos. Sin embargo, deberían tenerse en cuenta algunas salvedades cuando se analicen estos indicadores. Si bien se han diseñado para generar información adicional en períodos como el actual, las fluctuaciones excepcionalmente fuertes observadas en la evolución de los precios industriales y de consumo hacen que las estimaciones estén sujetas a incertidumbre. El notable aumento de la respuesta de los precios de consumo a los IPRI cuando se incluyen los dos últimos años, en especial en el caso de los BINE, sugiere que las estrategias de fijación de precios de las empresas pueden haber cambiado hacia una transmisión más rápida y una menor compensación a través de los beneficios para responder a la extraordinaria magnitud y duración de las recientes perturbaciones de costes (como indica la diferencia entre las líneas roja y amarilla en el panel a del gráfico C). Es necesario un seguimiento continuo de la relación entre los IPRI y los precios de consumo. Los IPPI, por la forma en la que se elaboran, son indicadores retrospectivos porque se basan en la evolución de los IPRI solo hasta la última observación. Si los IPRI disminuyeran en los próximos trimestres, los IPPI también se ajustarían a la baja en consecuencia. Como norma general, los IPPI no deberían evaluarse de manera aislada, sino siempre con toda la información relativa a las presiones inflacionistas subyacentes en la economía.

6 Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021

Matthieu Darracq-Paries, Roberto Motto, Carlos Montes-Galdón, Annukka Ristiniemi, Arthur Saint Guilhem y Srečko Zimic

Como consecuencia del proceso de normalización que comenzó en diciembre de 2021, la orientación de la política monetaria del BCE ha pasado de ser muy acomodaticia a ser restrictiva. En diciembre de 2021, el BCE anunció que empezaría a normalizar la orientación de su política monetaria reduciendo el ritmo de las compras netas de activos, y que pondría fin a las compras netas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) y del programa de compras de activos (APP) en marzo y en junio de 2022, respectivamente¹. En junio de 2022, el BCE revisó las indicaciones sobre la orientación futura de sus tipos de interés (*forward guidance*) y subió sus tipos oficiales en un total de 350 puntos básicos entre julio de 2022 y marzo de 2023, lo que supuso un rápido endurecimiento de la política monetaria y, finalmente, situó los tipos de interés en terreno restrictivo. Aunque la velocidad y la magnitud de este endurecimiento son elevadas desde una perspectiva histórica, la política monetaria se transmite a la economía con desfases, lo que implica que el pleno impacto del endurecimiento se dejará sentir a lo largo de los próximos años. En este recuadro se utilizan diversas herramientas empíricas y de modelización macroeconómica para ilustrar el impacto sobre la actividad económica y la inflación de la zona del euro.

La incertidumbre acerca del impacto de la política monetaria en la economía puede abordarse utilizando distintos modelos. En este recuadro se presentan los detalles de un ejercicio estilizado en el que se analiza el impacto del endurecimiento de la política monetaria hasta la fecha y se ilustran los retos analíticos que conlleva una evaluación de este tipo. El análisis del impacto de dicho endurecimiento entraña dos retos principales. En primer lugar, las variables macroeconómicas y financieras se ven determinadas por múltiples factores tanto de oferta como de demanda. Estos factores deben dissociarse del impacto de la propia política monetaria, lo que requiere un método de identificación basado en modelos. Y, en segundo lugar, hay incertidumbre en cuanto a los canales de transmisión y los desfases en la transmisión de la política monetaria, por lo que es preciso considerar metodologías alternativas con diferentes mecanismos de transmisión en aras de la robustez. Por estos motivos, en esta evaluación se utilizan varios modelos: dos modelos estructurales DSGE (NAWM II y MMR) y un modelo semiestructural de

¹ Además, en diciembre de 2022, el BCE anunció su intención de reducir el tamaño de la cartera del APP al dejar de reinvertir parte del principal de los valores que fueran venciendo. La cartera del APP se reducirá en 15.000 millones de euros mensuales en promedio hasta el final de junio de 2023, y el Consejo de Gobierno espera poner fin a todas las reinversiones a partir de entonces.

gran escala (ECB-BASE)². Este método está en línea con las conclusiones de la reciente revisión de la estrategia de política monetaria del BCE, en la que se puso de relieve la importancia de la robustez en la realización de análisis basados en modelos en el Eurosistema³.

La evaluación se lleva a cabo en dos fases: primero, estimando el impacto de la política monetaria en la curva de rendimientos y, segundo, traduciendo el impacto en dicha curva en efectos macroeconómicos mediante el uso de modelos macroeconómicos. La primera fase consiste en identificar los cambios provocados por la política monetaria en los tipos de interés a corto y a largo plazo. El impacto en los tipos a corto plazo se calibra sobre la base del desplazamiento al alza observado en la curva *forward* del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) en los plazos cortos y medios desde diciembre de 2021, que refleja tanto subidas efectivas de los tipos oficiales como la anticipación de aumentos en el futuro. El impacto en los tipos de interés a largo plazo se deriva de la presión al alza sobre los rendimientos que ejercen las revisiones de las carteras del APP y del PEPP esperadas. En una segunda fase, los efectos relacionados con la política monetaria sobre los tipos de interés y el balance del Eurosistema se traducen en efectos macroeconómicos utilizando varios modelos macroeconómicos, ya sea directamente o indirectamente a través del impacto de las expectativas relativas al balance sobre los tipos de interés a largo plazo⁴. En los modelos DSGE, el condicionamiento sobre el tipo de interés a corto plazo se implementa mediante perturbaciones de política monetaria, que se anticipan parcialmente en el MMR y son inesperadas en el NAWM II. En el modelo ECB-BASE, que supone que los tipos de interés a corto y a largo plazo son exógenos, el contrafactual se impone como senda alternativa respecto de la referencia (es decir, la senda de tipos de interés esperada en diciembre de 2021). En la práctica, los supuestos financieros basados en los mercados también varían como reacción endógena a otros factores, como los

² Para información sobre el modelo NAWM II, véase G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt y A. Warne, «[The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#)», *Working Paper Series*, n.º 2200, BCE, noviembre de 2018 (revisado en diciembre de 2019); para información sobre el modelo MMR, véase F. Mazelis, R. Motto y A. Ristinieni, «[Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB](#)», *Working Paper Series*, n.º 2797, BCE, marzo de 2023; para información sobre 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. NAWM II es un modelo de pequeña economía abierta totalmente microfundamentado con: i) un canal de sustitución intertemporal explícito; ii) un sector bancario con un mecanismo de acelerador financiero; iii) compras de activos por el banco central; iv) decisiones de inversión sensibles a los tipos de interés, y v) un bloque de economía extranjera que posibilita efectos arrastre internacionales. El modelo MMR es un modelo DSGE de economía cerrada con: i) optimización de hogares y empresas; ii) compras de activos por el banco central, y iii) un tipo de interés neutral variable en el tiempo. También estima el grado de atención que se presta a la comunicación del banco central, lo que ayuda a resolver el *forward guidance puzzle* habitual en modelos DSGE estándar. ECB-BASE es un modelo semiestructural de gran escala diseñado para combinar consideraciones teóricas con un buen ajuste empírico y una estructura integral, lo que refleja su papel de modelo de referencia en el contexto de las proyecciones y simulaciones en el BCE. Su mecanismo de transmisión de la política monetaria es más potente que en los modelos semiestructurales estándar, gracias al papel explícito (basado en vectores autorregresivos) que desempeñan las expectativas y una multitud de canales financieros.

³ Véase «[Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 267, BCE, septiembre de 2021.

⁴ Los dos modelos estructurales capturan las compras de activos directamente a través de la inclusión del balance del banco central. En el modelo ECB-BASE, las compras de activos se recogen indirectamente a través de su efecto sobre los tipos de interés a largo plazo, de modo que el impacto de la normalización de la política monetaria se calcula usando los tipos de interés a corto y a largo plazo.

precios de la energía. Para calcular el impacto de la política monetaria, en este ejercicio se cuantifica el impacto macroeconómico de dicha política si no hubiera seguido las regularidades históricas que recogen los supuestos financieros basados en los mercados. Este contrafactual se calcula utilizando perturbaciones de política monetaria. La sensibilidad a estos supuestos se examina con más detalle más adelante en este recuadro, particularmente en lo referente al papel del proceso de formación de expectativas.

Los resultados muestran que es esperable que el endurecimiento de la política monetaria ejerza una presión a la baja sustancial sobre la actividad real y la inflación en el período 2023-2025. Desde diciembre de 2021, los tipos de interés a corto plazo han subido en torno a 270 puntos básicos, en promedio, en el horizonte de proyección 2022-2025. Las expectativas de tipos de interés a largo plazo, que tienen en cuenta la anticipación, han aumentado en torno a 230 puntos básicos en el mismo horizonte (un porcentaje significativo que puede atribuirse a cambios en las expectativas sobre el APP y el PEPP, como se muestra en el cuadro A)⁵. Las expectativas de tipos a corto plazo comenzaron a desplazarse al alza incluso antes de la primera subida de tipos de interés oficiales en julio de 2022 (gráfico A), lo que muestra la importancia de tener en cuenta las expectativas de política monetaria. El desplazamiento al alza asociado en la curva de rendimientos tiene, a su vez, un efecto sobre las condiciones financieras más amplias y ejerce un impacto tangible sobre la economía. Promediando los resultados de los tres modelos, esta evaluación sugiere que la normalización de la política monetaria ha ejercido una presión a la baja sustancial sobre la inflación y el crecimiento del PIB real en todo el horizonte de proyección (gráfico B). La mayor parte del impacto sobre la inflación se espera para el período de 2023 en adelante, y el impacto máximo se alcanzaría en 2024. Se estima que el endurecimiento de la política monetaria habría reducido la inflación en torno a 50 puntos básicos en 2022, mientras que el impacto a la baja se situaría, en promedio, en alrededor de 2 puntos porcentuales en el período 2023-2025, siendo las estimaciones sustancialmente distintas en los tres modelos. La transmisión a la actividad económica es más rápida, y el impacto en el crecimiento

⁵ El impacto de la política monetaria sobre los tipos de interés a corto plazo se calcula sobre la base del desplazamiento al alza observado en la curva *forward* del €STR en el horizonte 2022-2025. Dado que las subidas de los tipos de interés oficiales suelen transmitirse en la misma medida al tipo de interés a un día, se supone que todas las variaciones de la curva *forward* del €STR son atribuibles al endurecimiento de la política monetaria. En cuanto a los tipos a largo plazo, el impacto del endurecimiento se deriva de los cambios en las expectativas de reducción del balance. El impacto de estas últimas se calcula estableciendo una correspondencia entre los cambios en las expectativas relativas al balance obtenidas de la encuesta a analistas de política monetaria (Survey of Monetary Analysts) y los rendimientos utilizando una media de dos modelos: i) un modelo de estructura temporal con una variable de cantidad y riesgo de duración (véase F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde y A. Vladu, «[Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#)», *Working Paper Series*, n.º 2293, BCE, julio de 2019), y ii) un modelo BVAR de gran escala en el que el impacto de la política monetaria se identifica utilizando un estudio de eventos (véase M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto y A. Saint Guilhem, «[Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies](#)», *Working Paper Series*, n.º 2564, BCE, junio de 2021). Se permite que el tipo de cambio se mueva de forma endógena.

del PIB alcanzaría su máximo en 2023, con un impacto a la baja de 2 puntos porcentuales, en promedio, en el período 2022-2025⁶ 7.

Cuadro A

Impacto sobre los supuestos de tipos de interés a corto y a largo plazo en el horizonte 2022-2025

(puntos básicos)

	Impacto de la normalización de la política monetaria hasta marzo/mayo de 2023
Tipos de interés a corto plazo	91 en 2022
	373 en 2023
	336 en 2024
	277 en 2025
Rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro – variación observada	228
de los cuales: cambios en las expectativas sobre el APP y el PEPP	55

Fuentes: Bloomberg, Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El impacto sobre los tipos de interés a corto plazo se calcula como la diferencia media entre los tipos de interés a corto plazo esperados en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2021 y de marzo de 2023. La curva de tipos de interés a corto plazo se basa en los contratos *forward* del €STR en las fechas de reunión de política monetaria. El impacto sobre los rendimientos a diez años se calcula sobre la base de los cambios en las expectativas relativas al balance según la encuesta a analistas de política monetaria (Survey of Monetary Analysts). El efecto estimado sobre los rendimientos a diez años en el período comprendido entre octubre de 2021 (para tener en cuenta la anticipación) y marzo de 2023 es de alrededor de 65 puntos básicos, mientras que el efecto medio en los rendimientos a diez años esperados en el período comprendido entre 2022 y 2025 es de 55 puntos básicos. El impacto se calcula como la media de dos modelos: un modelo de estructura temporal (véase Eser *et al.*, *op. cit.*) y un modelo BVAR (véase Rostagno *et al.*, *op. cit.*).

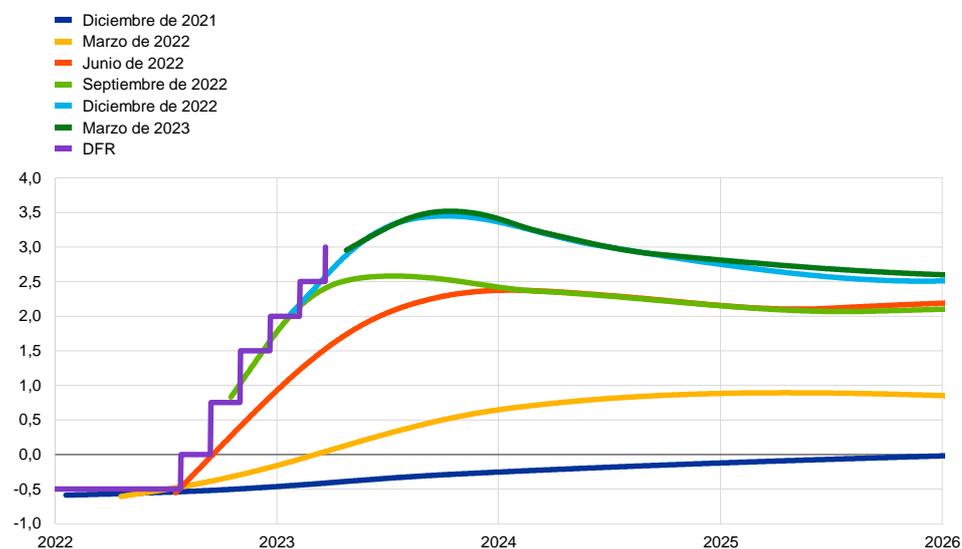
⁶ En todos estos modelos, la política monetaria es neutral a largo plazo, lo que implica que el crecimiento del PIB pasará a ser positivo finalmente tras el impacto negativo inicial. Esto se produce antes con el modelo MMR, dado que el ejercicio se lleva a cabo con perturbaciones esperadas, por lo que el impacto de la política monetaria se adelanta más. Esta evolución se ilustra en el gráfico C, que muestra que, cuando las perturbaciones son inesperadas, el perfil de crecimiento del PIB es más similar al obtenido con los otros modelos.

⁷ Las expectativas medianas de mayo de 2023 relativas al endurecimiento del balance del BCE son coherentes, en general, con la finalización de las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023. Se prevé que el propio endurecimiento de las expectativas relativas al balance reduzca la inflación anual en algo más de 10 puntos básicos cada año del período 2023-2025 y ralentice el crecimiento del PIB en la misma medida en el período 2022-2025.

Gráfico A

Impacto sobre la curva *forward* del €STR en las fechas de reunión de política monetaria

(porcentajes)



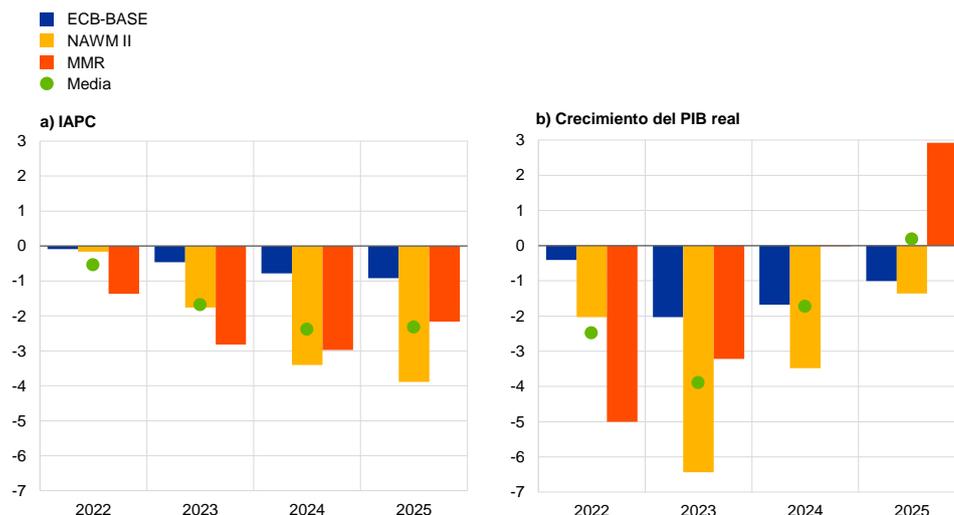
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra, para cada reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno con proyecciones económicas actualizadas, la curva *forward* del €STR el primer día disponible del período de mantenimiento siguiente a la reunión. La línea morada representa los valores realizados del tipo de interés de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés), ajustándose los datos por el espacio del DFR aplicando un diferencial de 8 puntos básicos. Las fechas de cierre de datos utilizadas para las distintas líneas se basan en las siguientes fechas de cierre finales de las proyecciones: 23 de noviembre de 2021 (diciembre de 2021), 28 de febrero de 2022 (marzo de 2022), 17 de mayo de 2022 (junio de 2022), 22 de agosto de 2022 (septiembre de 2022), 25 de noviembre de 2022 (diciembre de 2022) y 15 de febrero de 2023 (marzo de 2023).

Gráfico B

Impacto del endurecimiento de la política monetaria según distintos modelos

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en el modelo NAWM II (véase Coenen *et al.*, *op. cit.*), el modelo MMR (véase Mazeis *et al.*, *op. cit.*) y el modelo ECB-BASE (véase Angelini *et al.*, *op. cit.*).

Notas: Este gráfico muestra los resultados de una simulación que supone cambios en las expectativas de tipos de interés a corto plazo entre diciembre de 2021 y marzo de 2023 y cambios en las expectativas relativas al balance del BCE entre octubre de 2021 y mayo de 2023. Los valores indicados se refieren a las tasas de crecimiento interanuales. «Media» significa la media de los tres modelos.

Las estimaciones de los impactos están sujetas a una incertidumbre considerable, y reflejan las diferencias en los canales de transmisión entre los distintos modelos, siendo los modelos estructurales los que muestran un impacto mayor. Los modelos estructurales están específicamente diseñados para obtener correlaciones condicionales entre los impulsos de la política monetaria identificados y los agregados macroeconómicos, mientras que los modelos semiestructurales tratan de lograr una combinación satisfactoria entre identificación y ajuste empírico. Como resultado, un endurecimiento de la política monetaria puede tener un impacto más limitado en estos modelos, dado que la respuesta estimada probablemente combina el efecto de un impulso de la política monetaria «puro» con el de otros factores no relacionados con dicha política. En la práctica, existe una disyuntiva entre la escala del modelo y el número de factores que pueden identificarse, pues si se dejan de considerar muchas de las restricciones entre ecuaciones necesarias para la identificación estructural plena se puede enriquecer la estructura del modelo (por ejemplo, en referencia al consumo). En los modelos DSGE utilizados para las simulaciones, el consumo está estrechamente relacionado con los tipos de interés a corto plazo futuros esperados a través de la ecuación de Euler. Por otra parte, el modelo ECB-BASE lo modeliza con mayor detalle, e incluye la volatilidad de la renta individual y diferentes propensiones al consumo para distintas fuentes de ingresos⁸. Esto implica que la dinámica de consumo es menos dependiente de los tipos de interés a corto plazo esperados, pero captura mejor la persistencia observada en el consumo.

El mayor impacto de la política monetaria en los modelos estructurales también refleja unos canales de expectativas más fuertes. En particular, mientras que los modelos estructurales son de carácter prospectivo, los semiestructurales suelen incluir expectativas más retrospectivas, lo que se traduce en una propagación más lenta de las perturbaciones⁹. En la misma línea, en los modelos DSGE, una caída endógena de las expectativas de inflación en respuesta a una subida de tipos da lugar a un aumento adicional de los tipos de interés reales, creando de esta forma una espiral reforzadora —un canal que no está presente en los modelos semiestructurales, ya que estos no incorporan directamente expectativas de inflación futura—. Este papel que desempeñan las expectativas puede ilustrarse mediante un análisis de sensibilidad. Si se presupone que los agentes no anticipan las decisiones de política monetaria, el impacto de la normalización de esta política sobre la inflación se reduce a la mitad en el modelo MMR (barras de color rojo claro del gráfico C), lo que acerca sus estimaciones a las obtenidas del modelo ECB-BASE. Del mismo modo, en el caso del modelo NAWM II, si el mecanismo de las expectativas prospectivas se modifica para incorporar un sistema de aprendizaje adaptativo que hace que las expectativas de los hogares y las empresas sean de carácter más retrospectivo, el impacto de la política monetaria sobre la inflación se mitiga (barras de color amarillo claro del gráfico C). En cambio, si se utilizan expectativas más reactivas y se refuerza el impacto de los precios de los activos sobre la valoración de la riqueza en el modelo

⁸ En cambio, hay menos diferencias entre el modelo ECB-BASE y los dos modelos DSGE en lo que se refiere a la modelización del sector de inversión, al incluir el primero un mecanismo de acelerador financiero.

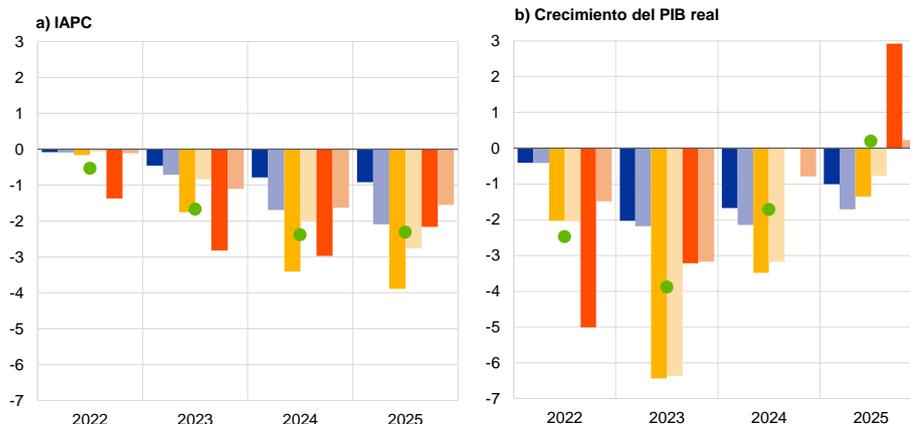
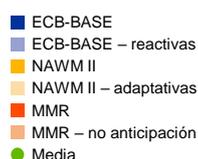
⁹ En el modelo ECB-BASE, las expectativas se modelizan mediante VAR.

ECB-BASE (barras de color azul claro del gráfico C), sus respuestas se acercan más a las obtenidas de los dos modelos DSGE con un canal de expectativas mitigado¹⁰.

Gráfico C

Sensibilidad al proceso de formación de expectativas

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en los modelos NAWM II, MMR y ECB-BASE.

Notas: Los valores indicados se refieren a las tasas de crecimiento interanuales. «Media» significa la media de los tres modelos utilizando el canal de expectativas estándar en cada uno de ellos y, por tanto, es equivalente a la media que se muestra en el gráfico B.

Esta evaluación basada en modelos es útil como contraste, pero no es un sustituto del enfoque dependiente de los datos para la fijación de la política monetaria y la vigilancia de la transmisión en el tiempo.

En primer lugar, la situación actual se caracteriza por niveles excepcionalmente elevados de incertidumbre sobre las relaciones económicas. La pandemia, la gran perturbación energética, las respuestas fiscales a estos dos fenómenos y el ritmo sin precedentes del endurecimiento de la política monetaria son factores, todos ellos, que podrían afectar a las decisiones y estructuras económicas de formas que van más allá de las regularidades históricas capturadas por los modelos disponibles. Esta incertidumbre se acentúa por el hecho de que los resultados macroeconómicos reflejan perturbaciones procedentes de muchas fuentes diferentes no relacionadas con la política monetaria, y estas perturbaciones se propagarán de manera distinta en los diversos modelos. En segundo lugar, estas estimaciones no recogen el efecto de evitar la aparición de dinámicas no lineales adversas, que podrían haberse

¹⁰ Las expectativas más reactivas se obtienen aumentando la elasticidad de las expectativas de inflación a corto plazo a los movimientos de los tipos de interés (se obtiene mayor elasticidad estimando el VAR subyacente que determina la formación de expectativas con una muestra diferente y un estimador de mínimos cuadrados ordinarios) y permitiendo que la evolución de la inflación observada tenga un efecto más fuerte sobre la percepción acerca del objetivo de inflación a largo plazo. El impacto de los precios de los activos sobre la valoración de la riqueza se refuerza mediante la endogeneización de los precios de la vivienda y el aumento de la elasticidad de la revalorización en la riqueza financiera respecto a los movimientos de los rendimientos de los activos financieros.

materializado en ausencia del endurecimiento de la política monetaria, como un riesgo de expectativas de inflación desestabilizadoras. Por último, los resultados apuntan a desfases considerables en la transmisión de la política monetaria a la economía. Por todos estos motivos, si bien esta evaluación basada en modelos puede servir como contraste complementario, es necesario realizar un seguimiento de indicadores tales como las variables financieras y crediticias, así como de indicadores adelantados de actividad y precios, para poder asegurar un escenario adecuado de inflación a medio plazo.

El gasto público en la zona del euro durante la crisis de la pandemia desde la perspectiva de la Clasificación de las funciones de las Administraciones Públicas

Marta Rodríguez-Vives y Hans Olsson

El 22 de febrero de 2023, Eurostat publicó los datos sobre el gasto de las Administraciones Públicas según la Clasificación de las funciones de las Administraciones Públicas (COFOG, por sus siglas en inglés)

correspondientes a 2021. Este conjunto de datos, que incluye a todos los Estados miembros de la UE en el período comprendido entre 1995 y 2021, se publica anualmente con un desfase temporal de alrededor de 14 meses, y ofrece información sobre la composición del gasto público en la UE y en la zona del euro. Concretamente, los datos de la COFOG reagrupan los datos de gasto de las cuentas nacionales atendiendo a la similitud de los objetivos económicos de los Gobiernos, mejorando así su comparabilidad entre países¹. La ratio de gasto público en relación con el PIB de la zona del euro ha aumentado de forma sustancial en los últimos años, del 46,9 % del PIB en 2019 —el año de referencia previo a la pandemia— al 52,6 % del PIB en 2021 y al 50,7 % en 2022. En vista de la elevada magnitud del gasto público en la zona del euro, así como la multiplicidad de marcos organizativos e institucionales de la Administración Pública, los datos de la COFOG proporcionan una valiosa información sobre las tendencias comunes y divergentes de las actuaciones de los Gobiernos en los distintos países. Con este trasfondo, en este recuadro se describe la composición funcional del gasto público en 2021 en la zona del euro y en los países que la integran. También se analiza el impacto de la pandemia de COVID-19 en dicho gasto².

Pese a la heterogeneidad entre países en el gasto en las distintas funciones públicas, se observan algunas tendencias comunes.

A partir de datos de la COFOG, el gráfico A muestra la forma en que los Gobiernos de los países de la zona del euro gastaron sus presupuestos en diferentes funciones económicas en 2021. La función principal es la redistribución, con la protección social como la mayor partida de gasto público en todos los países de la zona del euro, a la que, en promedio, se destina un importe equivalente al 21,2 % del PIB. Los pagos de pensiones representan, de media, en torno al 60 % de dicho gasto. La segunda categoría más importante es el gasto en salud, que supone el 8,3 % del PIB. Otras

¹ Por ejemplo, un Gobierno puede efectuar un gasto directo (por ejemplo, en vivienda) que beneficie a parte de la población, o puede ofrecer subvenciones específicas a determinados colectivos o hacer que su gasto privado sea fiscalmente deducible. Por lo tanto, los datos de gasto público podrían variar notablemente cuando se utiliza la clasificación estándar de las cuentas nacionales. Sin embargo, en los datos de la COFOG, estas modalidades se clasificarían juntas en la función de vivienda. Para información más detallada, véase el artículo titulado «[Social spending, a euro area cross-country comparison](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

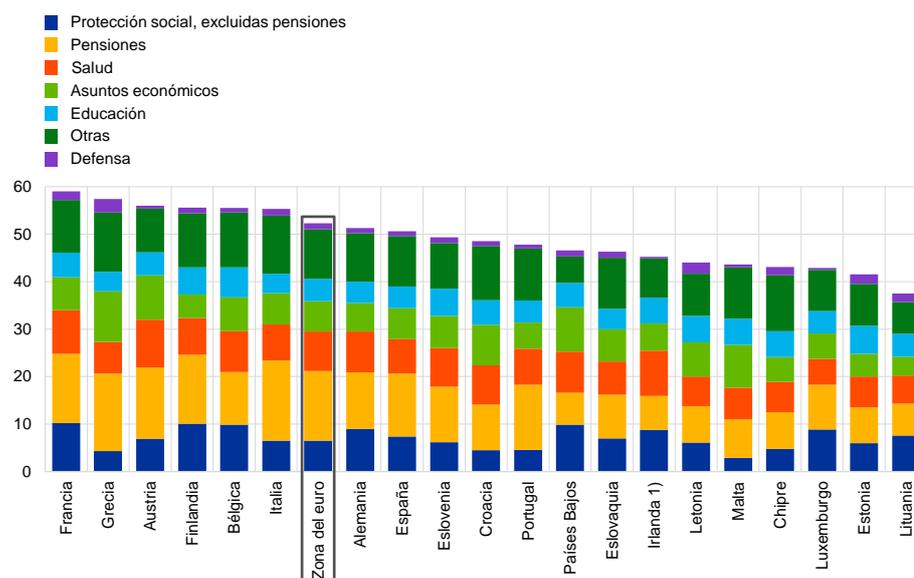
² Aunque se ha realizado un esfuerzo significativo por armonizar la contabilización de las medidas públicas dirigidas a mitigar el impacto económico y social de la pandemia de COVID-19, aún no se ha conseguido la plena armonización de los datos correspondientes a los años de referencia 2020 y 2021. La probabilidad de que se realicen revisiones en el futuro es mayor de lo habitual, y los datos son provisionales. Para más información, véase «[General government expenditure by function in 2021](#)», Eurostat, 2023.

funciones clave son: i) asuntos económicos, que incluye la energía, la infraestructura de transporte y las comunicaciones, entre otras áreas; ii) educación, y iii) servicios públicos generales, que abarca ámbitos como la ayuda exterior, las embajadas y asuntos financieros y fiscales, y que en el gráfico A se incluyen en la categoría «Otras». El gasto público en defensa representó alrededor del 1,3 % del PIB de la zona del euro en 2021.

Gráfico A

Composición del gasto público de los países de la zona del euro en 2021

(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Notas: «Pensiones» se refiere a las pensiones de jubilación, viudedad y orfandad. «Otras» comprende servicios públicos generales, orden público y seguridad, protección del medio ambiente, vivienda y servicios comunitarios, así como ocio, cultura y religión. El agregado de la zona del euro incluye a Croacia. En Irlanda, el gasto público se mide en porcentaje de la RNB*, un indicador modificado de la renta nacional bruta.

1) Porcentaje de la RNB*.

Los principales cambios en la composición de las finanzas públicas durante la crisis generada por la pandemia de COVID-19 se produjeron en las categorías de asuntos económicos, protección social y salud.

El gráfico B muestra cómo ha cambiado el gasto público en funciones clave en la zona del euro en su conjunto y en las cuatro mayores economías de la zona en 2021 con respecto a 2019. Es importante señalar que los cambios en la composición de las finanzas públicas en ese período se vieron afectados por las políticas aplicadas por los distintos Gobiernos para estabilizar sus respectivas economías tras la perturbación causada por el COVID-19. Los Gobiernos adoptaron importantes paquetes fiscales en 2020 y 2021 para apoyar a los hogares y a las empresas³, y estas actuaciones se reflejan en los datos de la COFOG. En comparación con 2019, el gasto público en asuntos económicos aumentó en 2,3 puntos porcentuales de PIB en 2021, debido, principalmente, a los programas de regulación temporal de empleo y a otras

³ El respaldo fiscal en la zona del euro (sobre todo por el lado del gasto) se cifró en alrededor del 4 % del PIB en 2020 y 2021, y aproximadamente las dos terceras partes consistieron en medidas de apoyo directo a las empresas y a los trabajadores. Para más detalles, véase el artículo titulado «[The role of government for the non-financial corporate sector during the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

medidas de apoyo a las empresas. Estas medidas se engloban en «asuntos económicos, comerciales y laborales en general» —una subcategoría de asuntos económicos— cuyo importe aumentó en una cuantía equivalente a 1,4 puntos porcentuales del PIB⁴. El gráfico B muestra también que el gasto en protección social y en salud pública creció de forma notable en los países de la zona del euro, fundamentalmente como consecuencia directa de la crisis causada por el COVID-19. De hecho, la ratio correspondiente a los servicios de salud pública en 2021 es la más elevada de las series de datos disponibles⁵. En cuanto a la protección social, parte del reciente crecimiento del gasto obedece a las prestaciones por desempleo, pero la proporción del gasto destinado a dichas prestaciones difiere de unos países a otros por razones contables⁶. Aunque el gasto en pensiones, que entra dentro de la protección social, no está directamente relacionado con la crisis del COVID-19, aumentó en unos 0,8 puntos porcentuales del PIB, en promedio, con fuertes divergencias entre países. Cabe destacar que los porcentajes de gasto en educación y protección del medio ambiente se mantuvieron estables, en general, entre 2019 y 2021, lo que reviste una especial relevancia, dado el carácter relativamente favorable al crecimiento económico de estas categorías de gasto⁷. La evolución entre 2019 y 2021 es distinta de la observada durante la crisis financiera mundial, cuando los Gobiernos redujeron el gasto en educación y en salud mediante recortes de la remuneración de los asalariados, sobre todo en el período 2011-2013.

⁴ La categoría de asuntos económicos se ve afectada por operaciones de carácter extraordinario, como las inyecciones de capital contabilizadas como transferencias de capital, de las que las sociedades no financieras se beneficiaron considerablemente durante la pandemia de COVID-19, y por las subvenciones concedidas a los productores —incluidos los programas de regulación temporal de empleo registrados como subvenciones a los empleadores—, así como por otras subvenciones introducidas en el contexto de la pandemia.

⁵ La categoría de salud de la clasificación COFOG incluye medicamentos y otros productos farmacéuticos, servicios ambulatorios, servicios hospitalarios y servicios de salud pública, así como investigación y desarrollo relacionados con la salud. El elevado gasto sanitario contabilizado en 2021 es atribuible, entre otros factores, a la pandemia de COVID-19 (con un mayor gasto en tratamientos relacionados, equipos de protección individual y vacunas) y al hecho de que, en 2021, más personas solicitaron atención médica ordinaria no relacionada con el COVID-19 que en 2020.

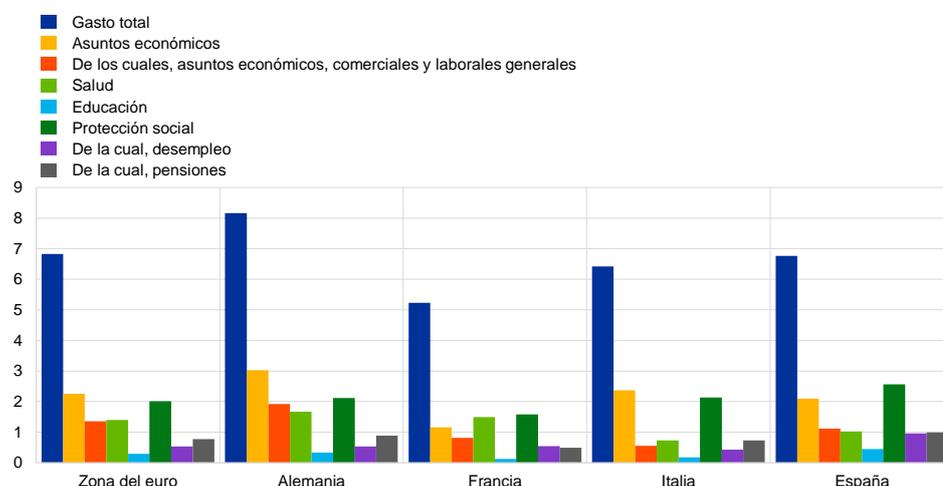
⁶ En función del diseño de los programas de regulación temporal de empleo, los importes concedidos durante la crisis del COVID-19 se clasificaron generalmente como prestaciones por desempleo en los datos de la COFOG, aunque en ocasiones se incluyeron también en «asuntos económicos, comerciales y laborales generales».

⁷ La calidad del gasto público está relacionada con la noción de una composición presupuestaria que idealmente fomente el crecimiento del producto a largo plazo, manteniendo al mismo tiempo ciertos niveles de equidad en la distribución de la renta. Ello incluye abogar por instrumentos fiscales que favorezcan el crecimiento y la equidad, como la salud y la educación. Para información más detallada, véase M. Rodríguez-Vives, «[The quality of public finances: where do we stand?](#)», *Economics and Business Letters*, vol. 8, n.º 2, 2019, pp. 97-105.

Gráfico B

Cambios en la composición funcional del gasto público en 2019-2021 (zona del euro y las cuatro mayores economías de la zona: Alemania, Francia, Italia y España)

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales del PIB de 2019)



Fuente: Eurostat.

Notas: Se presenta un desglose de «Asuntos económicos» para mostrar el apoyo prestado a las empresas y al empleo (por ejemplo, a través de los programas de regulación temporal de empleo). Asimismo, «Protección social» se desglosa para reflejar el gasto en pensiones (de jubilación, viudedad y orfandad) y en prestaciones por desempleo. Los importes relacionados con los programas de regulación temporal de empleo concedidos durante la crisis del COVID-19 se clasificaron generalmente como prestaciones por desempleo en los datos de la COFOG, aunque en ocasiones se incluyeron también en «asuntos económicos, comerciales y laborales generales». El agregado de la zona del euro incluye a Croacia.

Dadas las tensiones a las que se están viendo sometidas las finanzas públicas, las opciones sobre la mejor forma de asignar los recursos públicos están adquiriendo una importancia incluso mayor en la elaboración de la política fiscal, y la disponibilidad de datos sigue siendo fundamental. En la coyuntura actual, algunos Gobiernos se están enfrentando a mayores limitaciones (como el aumento del volumen de deuda pública o los efectos crecientes del envejecimiento de la población en las finanzas públicas) y la aparición de nuevos retos económicos está lastrando las finanzas públicas (por ejemplo, las tendencias de digitalización y de desglobalización, el cambio climático, y el aumento de las asignaciones para gastos de defensa), lo que acentuará la importancia de mejorar la capacidad de las finanzas públicas para favorecer el crecimiento⁸.

⁸ Por ejemplo, la nueva iniciativa sobre las limitaciones de los datos (DGI) del G-20 insta a que se mejore la disponibilidad y provisión de datos relacionados con el cambio climático.

8 EUROPOP2023: tendencias demográficas y sus implicaciones económicas para la zona del euro

Maximilian Freier, Benoit Lichtenauer y Joachim Schroth

La pandemia de coronavirus (COVID-19) reciente y la afluencia de migrantes están afectando a las perspectivas demográficas de la zona del euro, con implicaciones para las perspectivas económicas a largo plazo.

En este recuadro se examinan las tendencias demográficas extraídas de las últimas proyecciones de población EUROPOP2023, publicadas por Eurostat el 30 de marzo de 2023. Las proyecciones reflejan el tamaño y la estructura de la población de todos los Estados miembros de la UE para el período 2022-2100. Las revisiones de las proyecciones demográficas se deben a las variaciones que se han producido recientemente en las tasas de natalidad y de mortalidad, así como en los flujos migratorios. Habida cuenta de que el horizonte es a largo plazo, las proyecciones están sujetas a un grado elevado de incertidumbre. El recuadro se centra en las revisiones de las últimas proyecciones de población actualizadas, publicadas en 2019, y en su impacto en las perspectivas de crecimiento económico y en la sostenibilidad fiscal de la zona del euro¹.

En línea con las tendencias de largo plazo esperadas con anterioridad, se prevé que la población de la zona del euro continúe envejeciendo y disminuya de forma significativa en las generaciones futuras.

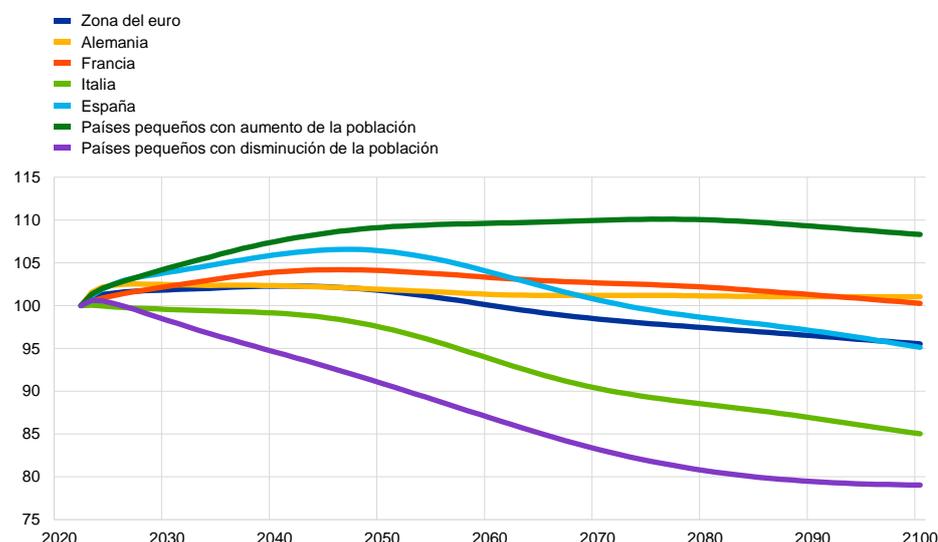
Según las proyecciones actualizadas de Eurostat, se espera que la población de la zona se reduzca un 4,5 % entre 2022 y 2100, lo que equivale a un descenso de 16 millones de personas, que será especialmente pronunciado en algunos países (gráfico A). Como consecuencia del envejecimiento de la población, la disminución de la población en edad de trabajar (personas de entre 15 y 64 años de edad) en la zona será más acusada que la de la población total. Se espera que el número de personas en edad de trabajar descienda un 19 %, de 221 millones en 2022 a 180 millones en 2100. Esta evolución dará lugar a un rápido incremento de la tasa de dependencia de los mayores, que aumentará del 34 % en 2022 a alrededor del 51 % en 2050 y el 60 % en 2100, es decir, se pasará de una proporción de una persona mayor por cada tres personas en edad de trabajar en 2022 a menos de dos personas mayores en 2100.

¹ Las proyecciones de población EUROPOP2023 se calculan de manera determinista bajo el supuesto de continuación de las tendencias actuales, así como de convergencia parcial hacia la media de la UE. Las revisiones se realizan teniendo en cuenta principalmente tres eventos demográficos: nacimientos, defunciones y flujos migratorios, cada uno de los cuales determina la estructura de la población a lo largo del tiempo. Cf. «[Population projections in the EU - methodology](#)», Eurostat (2023). Algunas revisiones también pueden deberse a cambios en la metodología utilizada en las proyecciones.

Gráfico A

Proyecciones demográficas para la zona del euro

(Índice 100 = población en 2022)



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

Notas: Perspectivas demográficas basadas en las proyecciones demográficas EUROPOP2023. La población total corresponde a la población el 1 de enero de cada año, según figura en las estadísticas demográficas nacionales reportadas cada año a Eurostat. «Países pequeños con aumento de la población» se refiere a la media ponderada de población de Bélgica, Irlanda, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Austria (se espera que la población de estos países crezca entre 2022 y 2100). «Países pequeños con disminución de la población» se refiere a la media ponderada por población de Estonia, Grecia, Croacia, Letonia, Lituania, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia (se espera que estos países pierdan población entre 2022 y 2100).

La pandemia y la afluencia de migrantes han afectado a las perspectivas demográficas de la zona del euro en comparación con las proyecciones de población de 2019 de diversas maneras, con un impacto neto positivo. Según las proyecciones, la población de la zona del euro, incluida Croacia, pasará de 347 millones de personas en 2022 a un pico de 355 millones en 2041, cuatro años más tarde de lo previsto anteriormente. Actualmente se espera que la población de la zona sea un 0,7 % mayor en 2025 y un 1,4 % mayor en el horizonte hasta 2050 de lo proyectado previamente. El grueso de las revisiones de las tendencias demográficas se debe a un aumento mucho más acusado de la inmigración neta, procedentes de Ucrania y de otros países (gráfico B). Las proyecciones apuntan a que estos flujos se normalizarán para 2025, pero permanecerán ligeramente por encima del nivel estimado en EUROPOP2019 durante todo el horizonte de proyección². El hecho de que la mayoría de las personas migrantes estén en edad de trabajar tiende a aliviar las presiones demográficas sobre la oferta de trabajo y las finanzas públicas. Al mismo tiempo, la pandemia ha incrementado sustancialmente la tasa de mortalidad en los países de la zona del euro, en

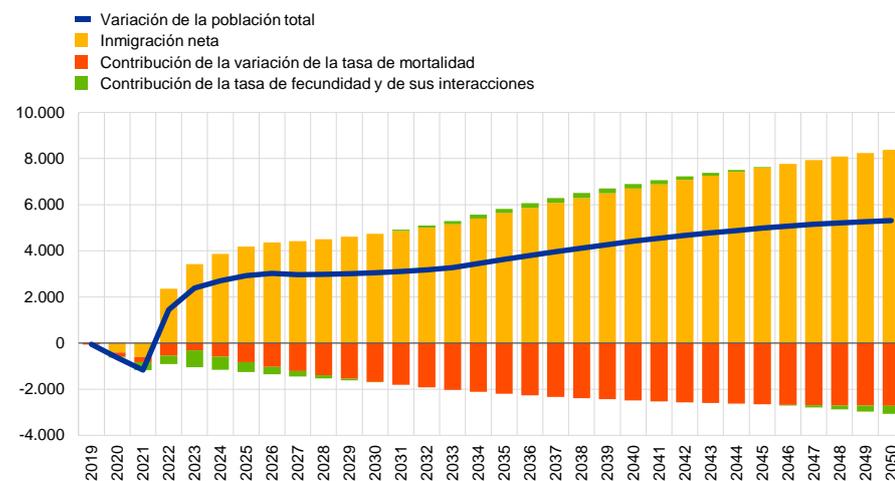
² La revisión al alza de los flujos netos de inmigración tiene su origen en supuestos implícitos basados en flujos migratorios anteriores y está motivada por factores que incluyen expectativas de migraciones provocadas por el cambio climático. En el caso de los ucranianos acogidos a protección temporal, se asume un retorno gradual de dos tercios de esta población en un período de diez años a partir de 2025.

particular entre las personas mayores³. Esta evolución compensaría el efecto adverso de la pandemia en las tasas de fecundidad de la mayor parte de los países⁴. Teniendo en cuenta todos los desarrollos recientes, se prevé que la tasa de dependencia de los mayores aumente en 0,6 puntos porcentuales en 2025 y en 1,4 puntos porcentuales (hasta el 51 %) en 2050 en comparación con las proyecciones de 2019. Algunos países de la zona del euro se han beneficiado más que otros de estos desarrollos demográficos recientes (gráfico C)⁵.

Gráfico B

Revisiones de las perspectivas demográficas de la zona del euro

(millones)



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

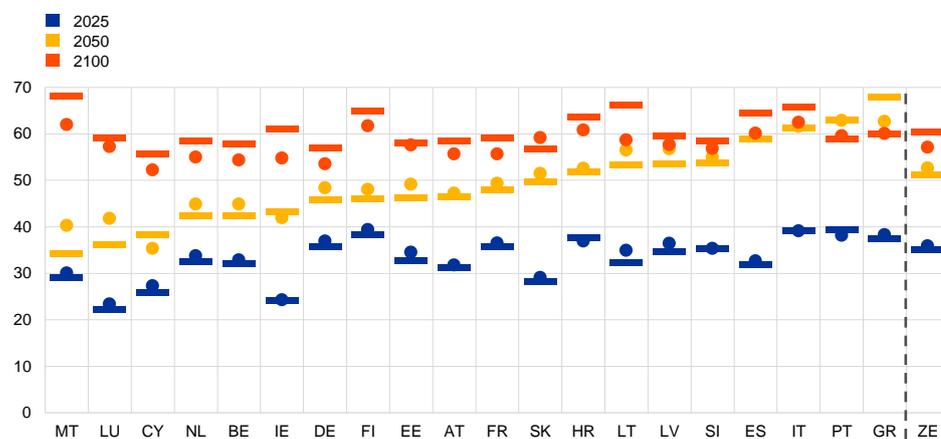
Notas: Las perspectivas demográficas revisadas se han calculado como la diferencia entre las proyecciones demográficas de EUROPOP2019 y las de EUROPOP2023. La variación de la población total combina la inmigración neta y el movimiento natural de la población. El movimiento natural de la población es la diferencia entre el número de nacidos vivos y el de fallecimientos durante un período determinado.

- ³ Habida cuenta de que la esperanza de vida es cada vez mayor, las tasas de mortalidad han mostrado una tendencia a la baja en la UE con el tiempo. La pandemia de COVID-19 causó una disminución repentina y temporal de la esperanza de vida en la UE, que pasó de 81,3 años en 2019 a 80,1 años en 2021. Cf. «[The impact of demographic change in a changing environment](#)», Comisión Europea, 2023. Se supone que las tasas de mortalidad convergerán gradualmente a la senda anterior de tasas decrecientes contemplada en las proyecciones EUROPOP2019 de Eurostat.
- ⁴ Aunque las tasas de fecundidad se habían recuperado en gran parte en la mayoría de los países al final de 2021, las últimas proyecciones EUROPOP prevén aumentos de estas tasas a lo largo del horizonte más limitados de lo supuesto anteriormente, que con el tiempo se verán compensados parcialmente por el mayor crecimiento de la población derivado de la inmigración.
- ⁵ La revisión más favorable de las proyecciones demográficas corresponde a Lituania, donde actualmente se proyecta que la población crezca, en lugar de disminuir, en el horizonte hasta 2025. Para 2050, ahora se espera que la población aumente un 39 % (+20 puntos porcentuales) en Luxemburgo y un 43 % (+15 puntos porcentuales) en Malta. En cambio, se prevé que otros países experimenten una dinámica poblacional más débil. Las proyecciones de crecimiento acumulado de la población durante los próximos 30 años se han revisado a la baja hasta el 9 % (-7 puntos porcentuales) en Chipre y el -14 % (-5 puntos porcentuales) en Grecia. El cambio en las perspectivas demográficas se refleja en una proyección algo menos sombría de la tasa de dependencia de los mayores en muchos países. Para 2050, esta tasa se ha revisado a la baja hasta el 34 % (-6 puntos porcentuales) en Malta y el 36 % (-5,6 puntos porcentuales) en Luxemburgo. Al mismo tiempo, la tasa proyectada se ha revisado al alza hasta el 38 % (+3 puntos porcentuales) en Chipre y el 68 % (+5,3 puntos porcentuales) en Grecia.

Gráfico C

Proyecciones de tasas de dependencia de los mayores en los países de la zona del euro

(porcentajes)



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

Notas: Las barras muestran las tasas de dependencia de los mayores de acuerdo con las proyecciones demográficas EUROPOP2023. Los marcadores muestran las tasas de dependencia de los mayores de acuerdo con las proyecciones demográficas EUROPOP2019. Los países se han clasificado con arreglo a la tasa de dependencia de los mayores en 2050 prevista en EUROPOP2023. La tasa de dependencia de los mayores se define como el número de personas de 65 años o más por cada 100 personas en edad de trabajar (15-64 años).

Se espera que la mejora de las perspectivas demográficas con respecto a EUROPOP2019 tenga un cierto impacto positivo en las perspectivas de crecimiento de la zona del euro durante los próximos 30 años. El

envejecimiento y el descenso de la población tienen repercusiones negativas para las perspectivas económicas a través de varios canales⁶. En particular, se espera que frene el crecimiento del producto potencial, sobre todo a través de una disminución de la oferta de trabajo y, posiblemente, del efecto de otros determinantes del crecimiento potencial, como el de la productividad del trabajo. Un aumento relativo del número de trabajadores de más edad en la población activa, unido a un perfil con forma de U invertida observado en la productividad por edades, generaría un impacto a la baja en el producto potencial. No obstante, cambios estructurales, como un aumento del porcentaje de trabajos que pueden realizarse a una edad más avanzada, también modificarían el perfil de productividad por edad. Por otra parte, como el envejecimiento también afecta a la productividad laboral por otros canales como la acumulación de capital físico y humano y los patrones de consumo, el impacto global sobre la productividad agregada no está claro⁷. También es posible que las perspectivas demográficas tengan repercusiones de gran calado para la ejecución de la política monetaria a través de su impacto en el tipo de interés natural y en las presiones inflacionistas⁸. Se espera que las perspectivas

⁶ Véase el recuadro titulado «El impacto de la afluencia de refugiados ucranianos en la población activa de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

⁷ Véase K. Bodnár y C. Nerlich, «The macroeconomic and fiscal impact of population ageing», *Occasional Paper Series*, n.º 296, BCE, Frankfurt am Main, junio de 2022.

⁸ Véase C. Goodhart y M. Pradhan, *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.

ligeramente más positivas para la evolución demográfica de la zona del euro alivien estas presiones en cierta medida.

Al mismo tiempo, también es probable que las mejores perspectivas demográficas reduzcan las presiones sobre las finanzas públicas derivadas de los costes del envejecimiento de la población.

En el Informe sobre el envejecimiento de 2021 se prevé que el gasto relacionado con el envejecimiento —gasto público en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración y educación— aumente más del 2,4 puntos porcentuales en el escenario de referencia, desde alrededor del 24,6 % del PIB de la zona del euro en 2019 hasta más del 27 % en 2050⁹. El incremento se debe, principalmente, al aumento del gasto en atención sanitaria y en cuidados de larga duración, mientras que el aumento del gasto en pensiones está contenido como resultado de las anteriores reformas de los sistemas de pensiones, que incluían medidas para reducir la ratio de prestaciones e incrementar la edad de jubilación¹⁰. De acuerdo con las proyecciones de EUROPOP2023, las perspectivas demográficas más favorables disminuirán ligeramente las presiones sobre el gasto asociado al envejecimiento. El repunte de la tasa de mortalidad a causa de la pandemia tuvo consecuencias adversas a corto plazo, pero reducirá las necesidades futuras de atención sanitaria y cuidados de larga duración, ya que afectó sobre todo a la población de más edad. Asimismo, las entradas de migrantes en edad de trabajar en los Estados miembros de la UE mejorarán la tasa de dependencia de los mayores y aliviarán las presiones de financiación sobre los sistemas de pensiones.

Las estimaciones basadas en modelos apuntan a un ligero impacto positivo en el crecimiento potencial del PIB y en las finanzas públicas en las próximas décadas.

Los resultados se obtienen de la aplicación del modelo de generaciones solapadas de la Croix y Docquier (2007), calibrado para la zona del euro con datos históricos observados y las proyecciones de EUROPOP2019 y EUROPOP2023 (cuadro A)¹¹. Las simulaciones sugieren un aumento del crecimiento potencial de alrededor de 0,1 puntos porcentuales al año hasta 2050 con respecto a las proyecciones de EUROPOP2019 teniendo en cuenta la evolución de la estructura demográfica implícita en las proyecciones revisadas. Ello se debe, principalmente, al impacto positivo de los flujos netos de inmigración en la población activa. El incremento de la oferta de trabajo, bajo el supuesto de una integración gradual de los migrantes en el mercado de trabajo, también causa un impacto mínimo a la baja en el crecimiento de los salarios. Por último, la variación de la estructura demográfica tiene un leve efecto favorable en el gasto en pensiones, que

⁹ Comisión Europea, «[The 2021 Ageing Report - Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2019-2070\)](#)», *Institutional Paper*, n.º 148, mayo de 2021.

¹⁰ No obstante, algunas de las reformas de los sistemas de pensiones incluidas en el Informe sobre el envejecimiento de 2021 se han revertido y es probable que se plasmen en unas proyecciones más pesimistas sobre el gasto relacionado con el envejecimiento en la zona del euro en el próximo Informe sobre el envejecimiento de 2024.

¹¹ Es un modelo computable de equilibrio general con generaciones solapadas. Cf. D. de la Croix y F. Docquier, «School Attendance and Skill Premiums in France and the US: A General Equilibrium Approach», *Fiscal Studies*, vol. 28, n.º 4, 2007, pp. 383-416.

manteniendo constante la pensión individual, se reduciría en 0,2-0,3 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro hasta 2050¹².

Cuadro A

Impacto de las proyecciones actualizadas en el crecimiento anual de PIB real, los salarios y el gasto en pensiones

(puntos porcentuales)

	2020	2030	2040	2050
Crecimiento real	-0,04	0,13	0,13	0,08
Crecimiento de la remuneración por asalariado	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
Ahorro de gasto en pensiones	-0,04	0,20	0,32	0,32

Fuente: Cálculos de los autores basados en de la Croix y Docquier, (2007).

Sin embargo, en conjunto, la disminución y el envejecimiento de la población europea siguen planteando retos significativos para la economía de la zona del euro. Las reformas de los mercados de trabajo y de los sistemas de pensiones deberían orientarse a aumentar la tasa de actividad. Al mismo tiempo, los Gobiernos deberían acelerar el progreso tecnológico y la digitalización, en línea con las políticas establecidas en los planes nacionales de recuperación y resiliencia. Es probable que el incremento del gasto asociado al envejecimiento y la reducción de la recaudación fiscal procedente de la población en edad de trabajar ejerzan una presión cada vez mayor sobre las finanzas públicas. En concreto, los países con unas finanzas públicas ya vulnerables deberían abstenerse de revertir las anteriores reformas de los sistemas de pensiones que han contribuido sustancialmente a mejorar la sostenibilidad de sus sistemas. Reconstituir los colchones fiscales que se redujeron durante la pandémica y la crisis energética contribuiría a compensar los crecientes costes derivados de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración.

¹² A partir de 2060, con el envejecimiento de los migrantes y la mayor relevancia del efecto de la disminución de las tasas de fecundidad, el impacto positivo de la variación de las perspectivas demográficas revierte y todos los impactos cambian de signo, aunque de forma gradual.

Artículos

1 El impacto del Brexit en el comercio y el mercado laboral del Reino Unido

Katrin Forster-van Aerssen y Tajda Spital

Introducción

Han transcurrido casi dos años y medio desde que el Reino Unido firmó su acuerdo comercial posbrexit con la Unión Europea (UE), del que se esperaba que tuviera repercusiones de diversa índole en la economía británica. El

Acuerdo de Comercio y Cooperación entre la UE y el Reino Unido (TCA, por sus siglas en inglés) se firmó el 30 de diciembre de 2020 y entró provisionalmente en vigor el 1 de enero de 2021. La salida del Reino Unido del mercado único y de la unión aduanera de la UE representó un cambio profundo en las relaciones económicas la relación económica, un cambio que previsiblemente tendría un impacto en los flujos comerciales entre ambas áreas, pero también en los flujos migratorios, la inversión extranjera directa, la regulación, el sector financiero, la ciencia y la educación, y en otros ámbitos de la economía británica.

Aunque tendrá que transcurrir cierto tiempo para que se materialicen todos los efectos del Brexit, este artículo se centra en la evolución reciente del comercio y del mercado laboral del Reino Unido, ámbitos en los que sus repercusiones se han debatido ampliamente. Si bien la pandemia de coronavirus (COVID-19) es un factor que introduce algunas distorsiones en el análisis, los datos disponibles permiten hacer un primer balance de los efectos del Brexit. Pese a la persistencia de una incertidumbre significativa sobre la magnitud precisa de estos efectos, la evidencia disponible sugiere que el Brexit ha sido un lastre para el comercio del Reino Unido y ha contribuido a una caída de la oferta de trabajo, factores ambos que probablemente afectarán al potencial de crecimiento a largo plazo del país¹.

Conclusiones

Transcurridos casi dos años y medio de la salida del Reino Unido del mercado único y de la unión aduanera de la UE, existe cada vez más evidencia de que el Brexit ha tenido efectos adversos en el comercio y el mercado laboral de este país. Tras controlar por los efectos relacionados con la pandemia, parece que el Brexit ha provocado una reducción significativa de la actividad comercial entre la UE y el Reino Unido en ambas direcciones que, no obstante, podría recuperarse en

¹ Para un análisis más detallado del impacto sobre el crecimiento potencial, véase «[Monetary Policy Report](#)», Banco de Inglaterra, febrero de 2023.

cierta medida con el tiempo, una vez que las empresas británicas y las de la UE se hayan adaptado plenamente al nuevo entorno. El peso del comercio en términos de PIB también ha disminuido y algunas pequeñas y medianas empresas del Reino Unido han dejado de comerciar con la UE. En cuanto al mercado de trabajo, hay evidencia de que el fin de la libre circulación de ciudadanos de la UE también ha contribuido al fuerte aumento de la escasez de mano de obra observado recientemente, sobre todo en sectores con trabajadores menos cualificados. No obstante, la caída de la tasa de actividad en el Reino Unido ha obedecido también a otros factores, posiblemente más importantes. Sigue existiendo una incertidumbre considerable en torno a las repercusiones a largo plazo, entre ellas la medida en que la desaceleración del comercio y la migración de la UE podrían afectar a la oferta de trabajo potencial y a la productividad futura.

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

2 El impacto del reciente repunte de la inflación en los hogares

Alina Bobasu, Virginia di Nino y Chiara Osbat

Introducción

En este artículo se investiga cómo ha afectado a los hogares el fuerte aumento de la inflación de la zona del euro observado desde mediados de 2021. La inflación elevada fue impulsada por una combinación de factores. La reapertura de la economía en la zona del euro y a escala mundial a partir de 2021 se produjo después del período de confinamiento en un contexto de persistentes cuellos de botella en la oferta. A principios de 2022, tras la invasión rusa de Ucrania, el precio de la energía importada, que ya había ido subiendo, se disparó, provocando una importante perturbación que afectó negativamente a la relación real de intercambio de la zona del euro¹. El acusado incremento de la inflación estuvo inicialmente impulsado, sobre todo, por factores de carácter global, pero, con el tiempo, la demanda interna adquirió mayor relevancia con la recuperación de la economía después de que se retiraran las restricciones asociadas a la pandemia de COVID-19².

Las causas de la inflación, junto con las características de los hogares, contribuyen a determinar los efectos que tiene una inflación persistentemente elevada sobre el bienestar y sus implicaciones distributivas. La exposición a las perturbaciones de inflación depende del nivel y de la composición de tres características principales de los hogares: consumo, renta y riqueza. En el actual episodio inflacionista, los efectos distributivos transmitidos por el canal del consumo han sido particularmente intensos porque la perturbación de la relación real de intercambio afectó sobre todo a bienes de primera necesidad como la energía y los alimentos. En proporción, los hogares con rentas bajas gastan más en esos bienes y tienen poca capacidad para reemplazar este gasto³.

La capacidad de los distintos hogares para ajustarse a las perturbaciones inflacionistas también varía en función de su renta y de la composición de sus carteras⁴. Además de reducir el consumo, los hogares pueden solicitar préstamos,

¹ A la hora de evaluar los efectos de las variaciones de los precios de la energía sobre el poder adquisitivo de los hogares, un indicador útil es la ratio entre el deflactor del PIB y el del consumo privado (o entre los deflatores de la renta y el gasto).

² Véase el recuadro titulado «El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022.

³ Para consultar los porcentajes de consumo por quintil de renta, véase el recuadro titulado «El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022. Véase también G. Strasser, T. Messner, F. Rumler y M. Ampudia, «Inflation heterogeneity at the household level», *Occasional Paper Series*, BCE, 2023, de próxima publicación.

⁴ Para un análisis reciente de las implicaciones de la perturbación de los precios de la energía en modelos de agentes heterogéneos, véase A. Auclert, H. Monneray, M. Rognlie y L. Straub, «Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy», *mimeo*, 2023.

recurrir a sus ahorros, trabajar más horas y pedir subidas salariales. Sin embargo, la capacidad de que disponen los hogares con rentas bajas para consumir menos, utilizar ahorros, acceder al crédito y negociar salarios más altos suele ser escasa o nula. Asimismo, su riesgo de desempleo es mayor si el repunte de la inflación desencadena una desaceleración económica, que es más probable que suceda cuando la inflación viene determinada, en gran medida, por perturbaciones de oferta externas⁵. Por último, los hogares pueden protegerse de la elevada inflación a través del canal de la riqueza. Mantener activos reales como una vivienda o acciones y participaciones ofrece una mejor cobertura frente a la inflación que el efectivo. Los hogares con rentas altas disponen de más opciones a la hora de proteger su patrimonio ante la inflación, mientras que los de rentas bajas tienden a tener relativamente más efectivo o activos líquidos.

Este artículo ofrece un análisis de los efectos del reciente repunte de la inflación en los hogares de la zona del euro a través de estos canales. En la sección 2 se examina la evidencia empírica relacionada con el canal del gasto y se hace hincapié en la heterogeneidad de la inflación y en sus implicaciones para el bienestar de los distintos hogares. En la sección 3 se presenta evidencia sobre el canal de la renta. En la sección 4 se analizan los efectos distributivos de la inflación en la riqueza de los hogares a través de la composición de sus carteras y las implicaciones del fuerte aumento de la inflación para los prestatarios. En la sección 5 se presentan las conclusiones del artículo.

Conclusiones

En este artículo se analizan los distintos canales del impacto heterogéneo de la inflación en los diferentes hogares y se analizan sus efectos en el actual episodio inflacionista. El análisis de los datos de fuentes variadas sugiere que los tres canales principales han mostrado una intensidad diferente.

El canal del gasto ha sido particularmente fuerte porque los hogares con rentas bajas están más expuestos a las subidas de los precios de bienes de primera necesidad como la energía y los alimentos. Los precios de estos bienes se han incrementado mucho más que otros tras el acusado aumento de los precios de las materias primas desde mediados de 2021. Este efecto se ve amplificado por el hecho de que los hogares con rentas bajas tienen una capacidad limitada para reemplazar las variedades caras por otras de menos valor o para sustituir el gasto entre distintas categorías de productos.

En cambio, la fortaleza del mercado de trabajo y las medidas de apoyo fiscal han mitigado los efectos distributivos adversos de la elevada inflación sobre

⁵ B. S. Bernanke, M. Gertler y M. Watson, «[Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil price Shocks](#)», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 1997, pp. 91-142; J. D. Hamilton y A. M. Herrera, «[Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy](#)», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, n.º 2, abril de 2004, pp. 265-286; J. D. Hamilton, «[Historical oil shocks](#)», *NBER WP*, n.º 16790, febrero de 2011; L. Kilian, «[The Economic Effects of Energy Price Shocks](#)», *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n.º 4, diciembre de 2008, pp. 871-909, y P. Edelstein y L. Kilian, «[How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 6, septiembre de 2009, pp. 766-779.

los hogares a través del canal de la renta. Con todo, cuando se analiza el impacto de la inflación elevada observada en 2022 sobre el comportamiento de ahorro, los hogares con rentas bajas son los que de nuevo parece que han sufrido desproporcionadamente. Pese al apoyo fiscal disponible, ha crecido el número de hogares que han desahorrado, y los que disponían de ahorros limitados han sido los que más sacrificios han tenido que hacer⁶. Esta conclusión es acorde con la creciente percepción de que el apoyo público no está compensando de forma adecuada la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores con rentas más bajas.

Por el momento, el impacto de la inflación a través del canal de la riqueza está menos claro, dado que la inflación evolucionó de forma asimétrica. No se ha generado una redistribución de la riqueza nominal hacia los prestatarios reduciendo el valor real de su deuda, puesto que, hasta la fecha, las rentas no se han ajustado suficientemente a la inflación. Sin embargo, ha disminuido el valor real de los activos netos cuya propiedad pertenece principalmente a hogares con rentas más altas. Cuando la inflación está impulsada sobre todo por una perturbación que afecta a la relación real de intercambio, las rentas no aumentan lo suficiente para beneficiarse de la disminución del valor real de la deuda.

Tanto la política monetaria como la fiscal tienen una función importante que desempeñar para afrontar el impacto de la elevada inflación. La política fiscal puede contribuir mejor a suavizar el impacto de la perturbación adversa que afecta a la relación real de intercambio —especialmente en los hogares con rentas más bajas— a través de medidas temporales, focalizadas y adaptadas para apoyar las rentas. En cuanto a la política monetaria, su mejor aportación sería lograr que la inflación retorne a un nivel acorde con el objetivo de estabilidad de precios⁷. Para ello es fundamental anclar las expectativas de inflación de forma que se evite una espiral de precios y salarios. Al ayudar específicamente a los hogares con rentas más bajas, cuya subsistencia depende en gran parte del poder adquisitivo de sus salarios, la política fiscal también contribuye de manera indirecta a evitar esa espiral.

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

⁶ Véase también el recuadro titulado «¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos?», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

⁷ En consonancia con la literatura que sugiere que la desigualdad de la renta tiende a reducirse visiblemente cuando la política monetaria logra anclar la inflación en niveles bajos y estables, véanse B. Hobijn y D. Lagakos, «Inflation Inequality in the United States», *Review of Income and Wealth*, vol. 51, número 4, 2005, pp. 581-606 y «The distributional footprint of monetary policy», *Annual Economic Report*, Banco de Pagos Internacionales, 2021.

© Banco Central Europeo, 2023

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 3 de mayo de 2023.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-23-003-ES-N (edición electrónica)