



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 1/2023



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	15
3 Precios y costes	22
4 Evolución de los mercados financieros	28
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	32
Recuadros	41
1 Riesgos mundiales para el mercado de gas natural de la UE	41
2 ¿Cómo ha afectado la subida de los precios de la energía a la producción industrial y a las importaciones?	47
3 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	55
4 Preferencias de trabajo en remoto tras la pandemia	59
5 Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes	65
6 Evaluación actualizada de las proyecciones de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema y del BCE	72
7 La sustitución de la emisión de valores de renta fija por préstamos bancarios: evidencia de la encuesta SAFE	79

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

El Consejo de Gobierno continuará el curso de subidas significativas a ritmo sostenido de los tipos de interés y los mantendrá en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, en su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y espera seguir aumentándolos. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria. Mantener los tipos de interés en niveles restrictivos hará que la inflación se reduzca con el paso del tiempo al moderar la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. En todo caso, las futuras decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y siguiendo un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

En su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno también decidió las modalidades para reducir las tenencias de valores del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP). Como se comunicó en diciembre, la cartera del APP se reducirá en 15.000 millones de euros mensuales en promedio desde el comienzo de marzo hasta el final de junio de 2023, y su ritmo de disminución posterior se determinará más adelante. Se llevarán a cabo reinversiones parciales de acuerdo, en líneas generales, con la práctica actual. En particular, las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones de cada uno de los programas que componen el APP y, en el caso del programa de compras de valores públicos (PSPP), a la cuota de amortizaciones correspondiente a cada jurisdicción y a cada emisor nacional y supranacional. Para las compras de bonos corporativos del Eurosistema, las reinversiones restantes se orientarán de forma más pronunciada hacia los emisores con mejor comportamiento climático. Sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios del BCE, este enfoque apoyará la descarbonización gradual de las tenencias de bonos corporativos del Eurosistema en línea con los objetivos del Acuerdo de París.

Actividad económica

Los datos de las encuestas de opinión señalan un debilitamiento de la actividad económica mundial en torno al cambio de año, tras un crecimiento vigoroso en el

tercer trimestre de 2022. El giro repentino de la política de COVID cero aplicada en China probablemente afectará a la actividad a corto plazo de este país. A escala global, las persistentes presiones inflacionistas están erosionando la renta disponible. Los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han continuado normalizándose, pero las alteraciones de la actividad económica en China podrían dar lugar a nuevos cuellos de botella en la oferta con repercusiones globales. El dinamismo del comercio mundial siguió moderándose en noviembre, mientras que los indicadores adelantados y las predicciones a muy corto plazo (*nowcasts*) apuntan a una contracción en el cuarto trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo, dado que la inflación general en la OCDE en su conjunto continuó disminuyendo en noviembre.

Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2022. Aunque se sitúa por encima de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, este resultado señala una notable desaceleración de la actividad económica desde mediados de 2022 y el Consejo de Gobierno espera que continúe siendo débil a corto plazo. La debilidad de la actividad mundial y la elevada incertidumbre geopolítica, debido especialmente a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania y su pueblo, son factores que siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro. Junto con la alta inflación y unas condiciones de financiación más restrictivas, estos factores frenan el gasto y la producción, especialmente en el sector manufacturero.

No obstante, los cuellos de botella en la oferta están disminuyendo gradualmente, el suministro de gas es ahora más seguro, las empresas aún están reduciendo las abultadas carteras de pedidos pendientes y la confianza está mejorando. Asimismo, la actividad del sector servicios ha resistido, apoyada por la continuación de los efectos de la reapertura de la economía y una mayor demanda de actividades de ocio. La subida de los salarios y la reciente disminución de la inflación de la energía también deberían atenuar la pérdida de poder adquisitivo experimentada por muchas personas como resultado de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. En general, la economía ha mostrado una capacidad de resistencia mayor de la esperada y debería recuperarse en los próximos trimestres.

La tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,6 % en diciembre de 2022. No obstante, el ritmo de creación de empleo puede ralentizarse y el desempleo podría aumentar en los próximos trimestres.

Las medidas de apoyo público para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. En particular, conforme la crisis energética va siendo menos aguda, es importante comenzar a revertir sin demora esas medidas en consonancia con la caída de los precios de la energía y de manera concertada. Las medidas que no se ajusten a estos principios probablemente aumentarán las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesario una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a

reducir gradualmente la elevada deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A tal fin, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, calculada utilizando estimaciones de Eurostat para Alemania, la inflación se situó en el 8,5 % en enero. Esta cifra sería 0,7 puntos porcentuales inferior a la de diciembre, debido principalmente a una nueva y acusada caída de los precios de la energía. Los indicadores basados en el mercado sugieren que, durante los próximos años, los precios energéticos serán significativamente inferiores a lo esperado en el momento de nuestra reunión de diciembre de 2022. La inflación de los alimentos aumentó hasta situarse en el 14,1 %, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos para la producción de alimentos sigue transmitiéndose a los precios de consumo.

Las presiones sobre los precios continúan siendo fuertes, debido en parte a que los elevados costes energéticos se están propagando al conjunto de la economía. La inflación excluidos la energía y los alimentos se mantuvo en el 5,2 % en enero, la de los bienes industriales no energéticos aumentó hasta el 6,9 % y la de los servicios descendió hasta el 4,2 %. Otros indicadores de la inflación subyacente también siguen siendo elevados. Las medidas públicas para compensar a los hogares por los elevados precios de la energía moderarán la inflación en 2023, pero se espera que la aumenten tras su retirada. Al mismo tiempo, el alcance de algunas de estas medidas depende de la evolución de los precios energéticos y su contribución esperada a la inflación es particularmente incierta.

Aunque los cuellos de botella en la oferta se están reduciendo gradualmente, sus efectos retardados siguen presionando al alza los precios de los bienes. Lo mismo ocurre con la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia: el efecto de la demanda embalsada, pese a ser cada vez menor, sigue impulsando al alza los precios, especialmente en el sector servicios.

Los salarios están creciendo a un ritmo más rápido, respaldados por la solidez de los mercados de trabajo, y las negociaciones salariales se centran principalmente en un cierto grado de convergencia con el elevado nivel de inflación. Asimismo, los datos más recientes sobre la evolución salarial han sido coherentes con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas del crecimiento económico están más equilibrados. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo sigue siendo un importante riesgo a la baja para la economía y podría volver a presionar al alza los costes de la energía y de los alimentos. Un debilitamiento de la economía mundial mayor de lo esperado podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro. Por otra parte, la recuperación podría verse obstaculizada si la pandemia se reintensificara y causara nuevas interrupciones en la oferta. No obstante, la perturbación energética podría disiparse más rápido de lo anticipado y las empresas de la zona del euro podrían adaptarse con más rapidez al difícil entorno internacional, lo que respaldaría un crecimiento mayor de lo previsto actualmente.

Los riesgos para las perspectivas de inflación también están ahora más equilibrados, especialmente a corto plazo. Entre los riesgos alcistas, las presiones latentes actuales aún podrían llevar a una subida de los precios minoristas en el corto plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. Factores internos como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo, o subidas salariales mayores de lo previsto, podrían dar lugar a un incremento de la inflación, también a medio plazo. Entre los riesgos a la baja, la reciente caída de los precios de la energía, si persiste, podría hacer que la inflación descienda más rápidamente de lo esperado. En ese caso, esta presión a la baja del componente energético también podría traducirse en una dinámica más débil de la inflación subyacente. Un mayor debilitamiento de la demanda contribuiría asimismo a un descenso de las presiones sobre los precios mayor de lo que se espera actualmente, en especial a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

Con el endurecimiento de la política monetaria del Consejo de Gobierno, los tipos de interés de mercado están subiendo en mayor medida y el crédito al sector privado está encareciéndose. El crédito bancario a las empresas se ha desacelerado de forma acusada durante los últimos meses. Ello se debe en parte a las menores necesidades de financiación de existencias, pero también refleja el descenso de la demanda de préstamos para financiar la inversión empresarial, en el contexto de una pronunciada subida de los tipos de interés de los préstamos bancarios y un considerable endurecimiento de los criterios de concesión, como también señala la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Asimismo, el endeudamiento de los hogares ha continuado disminuyendo, como reflejo de la subida de los tipos de interés de los préstamos, el endurecimiento de los criterios de concesión y una notable bajada de la demanda de hipotecas. Con la desaceleración de la creación de crédito, el crecimiento del dinero está ralentizándose también rápidamente, mostrando un marcado descenso en sus componentes más líquidos, incluidos los depósitos a la vista, compensado solo en parte por un desplazamiento a los depósitos a plazo.

Conclusión

En síntesis, el Consejo de Gobierno continuará el curso de subidas significativas a ritmo sostenido de los tipos de interés y los mantendrá en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 2 de febrero de 2023, decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y espera seguir aumentándolos. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria. Mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá con el paso del tiempo la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Asimismo, a partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y siguiendo un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión. El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el ámbito de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo en el medio plazo.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno decidió elevar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentarán hasta el 3,00 %, el 3,25 % y el 2,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 8 de febrero de 2023. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria.

Como se comunicó en diciembre, a partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final de junio de 2023 y su ritmo posterior se determinará más adelante. El Consejo de Gobierno reexaminará periódicamente el ritmo de la reducción de la cartera del APP para asegurar que sigue siendo coherente con la orientación y la estrategia general de la política monetaria, para preservar el funcionamiento del mercado y para mantener un firme control sobre las condiciones a corto plazo del mercado monetario.

Conforme a la decisión de diciembre, en febrero el Consejo de Gobierno decidió las modalidades detalladas para reducir las tenencias de valores del Eurosistema en el marco del APP mediante la reinversión parcial del principal de los valores que vayan venciendo.

Durante el período de reinversiones parciales, el Eurosistema seguirá aplicando el enfoque actual de flexibilidad en las reinversiones. Las amortizaciones mensuales en el marco del APP entre marzo y junio de 2023 superarán el ritmo medio de reducción actual acordado de 15.000 millones de euros mensuales. Las reinversiones parciales de los importes que excedan de los 15.000 millones de euros mensuales garantizarán que el Eurosistema mantenga una presencia continua en los mercados bajo el APP durante este período.

Las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones de cada uno de los programas que componen el APP, es decir, el programa de compras de valores públicos (PSPP), el programa de compras de bonos de titulación de activos (ABSPP), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP).

En el caso del PSPP, las reinversiones en las distintas jurisdicciones y a lo largo del tiempo continuarán asignándose de acuerdo con la práctica actual. En particular, las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones correspondiente a cada jurisdicción y a cada emisor nacional y supranacional. Las reinversiones se distribuirán a lo largo del tiempo para permitir una presencia regular y equilibrada en los mercados.

En lo que respecta a los programas de compras de activos del sector privado (ABSPP, CBPP3 y CSPP), las adquisiciones en el mercado primario se eliminarán gradualmente hasta el inicio de las reinversiones parciales, con el fin de controlar mejor el importe de las compras efectuadas en el marco de cada programa. Por tanto, la presencia del Eurosistema en los mercados durante el período de reinversiones parciales se centrará en las compras en el mercado secundario. No obstante, los bonos emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario con mejor comportamiento climático y los bonos corporativos verdes seguirán adquiriéndose en el mercado primario.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió orientar sus compras de bonos corporativos de forma más pronunciada hacia los emisores con mejor comportamiento climático durante el período de reinversiones parciales. Sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios del BCE, y en consonancia con el plan de actuación climática del Consejo de Gobierno, este enfoque apoyará la descarbonización gradual de las tenencias de bonos corporativos del Eurosistema en línea con los objetivos del Acuerdo de París.

En lo que se refiere al 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.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. El Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permite al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

Los datos de las encuestas de opinión señalan un debilitamiento de la actividad económica mundial en torno al cambio de año, tras un crecimiento vigoroso en el tercer trimestre de 2022. El giro repentino de la política de COVID cero aplicada en China probablemente afectará a la actividad a corto plazo de este país. A escala global, las persistentes presiones inflacionistas están erosionando la renta disponible. Los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han continuado normalizándose, pero las alteraciones de la actividad económica en China podrían dar lugar a nuevas presiones sobre las cadenas de suministro con repercusiones globales. El dinamismo del comercio mundial siguió moderándose en noviembre, mientras que los indicadores adelantados y las predicciones a muy corto plazo (nowcasts) apuntan a una contracción en el cuarto trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo, dado que la inflación general en la OCDE en su conjunto siguió disminuyendo en noviembre.

Las perspectivas globales se están viendo frenadas por la desaceleración de la demanda.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad de diciembre confirmó la ralentización del dinamismo de la economía mundial hacia el final del año, ya que se mantuvo por debajo del valor neutral (48,7). El indicador interno de actividad global del BCE, que se basa en datos de alta frecuencia, también señala una pérdida de impulso adicional de la actividad económica en el cuarto trimestre. El debilitamiento del ritmo de crecimiento económico global en ese trimestre se produjo tras un intenso avance en el tercer trimestre, en el que el PIB mundial se incrementó un 1,7 % en tasa intertrimestral, gracias al repunte registrado en Estados Unidos y en China. Con todo, el indicador señaló cierta mejora en diciembre, debido a la mayor solidez del mercado de trabajo y de los datos de los mercados financieros. Ello apunta a una posible recuperación gradual a principios de 2023, que podría verse reforzada a lo largo del año por la reapertura de la economía china.

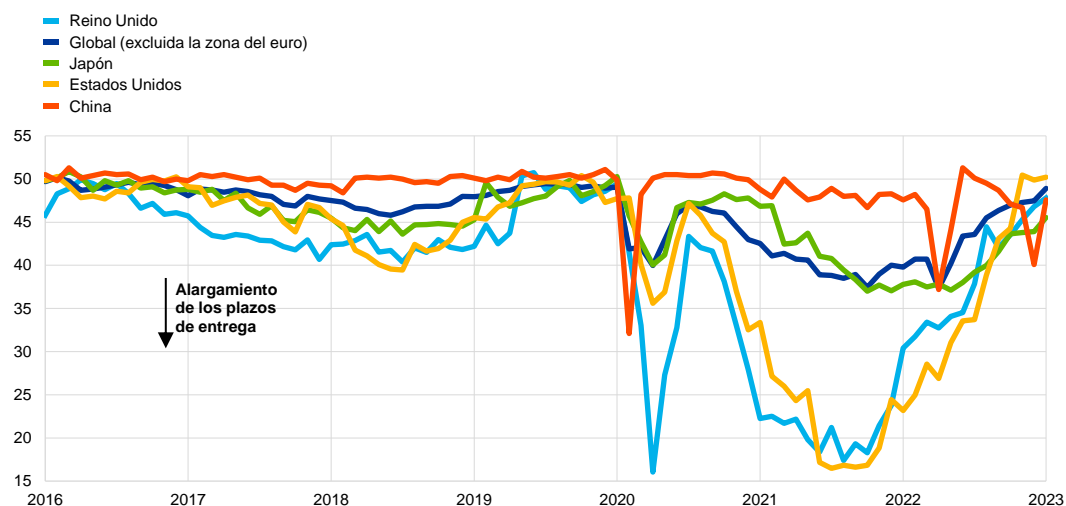
Las cadenas globales de suministro siguen mostrando bastante capacidad de resistencia, pese a las disrupciones relacionadas con el COVID-19 en China.

En este país se observaron señales de reaparición de los cuellos de botella en la oferta en un contexto de aumento de los contagios por COVID-19, reflejadas en el PMI de plazos de entrega de los proveedores de China, que se alargaron en noviembre y diciembre. No obstante, existe escasa evidencia de que los mayores plazos de entrega en dicho país se estén propagando al resto del mundo. De hecho, los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han seguido normalizándose, debido a la desaceleración de la demanda mundial. En enero, el PMI global de plazos de entrega de los proveedores continuó mejorando, y avanzó hacia el valor neutral (gráfico 1). Las presiones de oferta a escala global disminuyeron para todos los bienes, incluidos los productos textiles y los electrónicos. Con todo, el agravamiento de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sigue representando un riesgo a la baja para la economía mundial tras la retirada de las restricciones asociadas al COVID-19 en China.

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de los proveedores

(Índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

El comercio mundial perdió impulso al final de 2022, en línea con la actividad global.

Las importaciones mundiales mostraron cierta capacidad de resistencia en el tercer trimestre del año (con un crecimiento intertrimestral del 0,9 %), pero las perspectivas relativas al comercio en el cuarto trimestre se han ensombrecido más. La dinámica del comercio internacional de mercancías pasó a ser negativa en noviembre, debido a la disminución de las importaciones en las economías avanzadas y en las emergentes. Los indicadores adelantados también apuntan a una reducción de los intercambios comerciales mundiales en el cuarto trimestre de 2022. En particular, los índices agregados del PMI de nuevos pedidos exteriores en las economías avanzadas y en las emergentes correspondientes a diciembre se mantuvieron por debajo de su media de largo plazo y del valor neutral. Esta evolución es acorde con la predicción a muy corto plazo (*nowcast*) del BCE sobre el comercio, según la cual las importaciones mundiales habrían experimentado una contracción en el cuarto trimestre, en un contexto de contribuciones negativas de los indicadores cuantitativos y de los datos sobre transporte.

Las presiones inflacionistas globales siguen siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo.

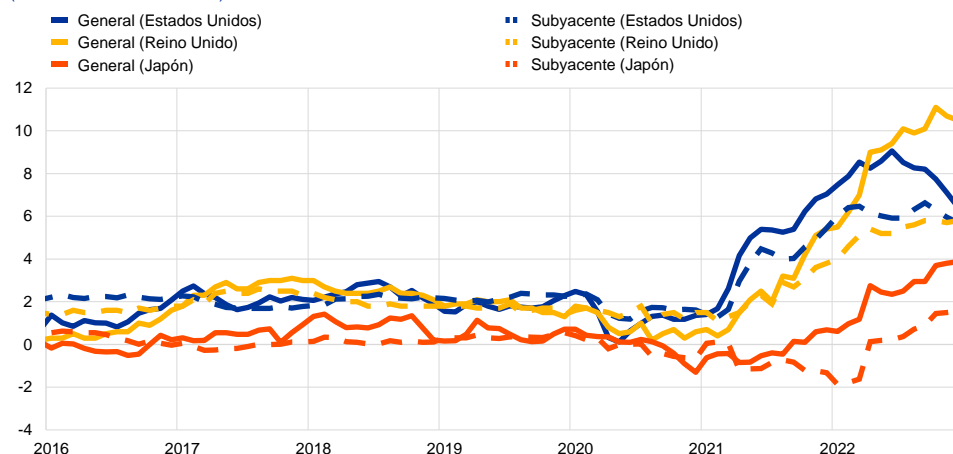
En los países de la OCDE, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 10,3 % (el 7 % si se excluye a Turquía) en noviembre, ya que la tasa de variación de los precios de la energía continuó descendiendo, mientras que la de los precios de los alimentos se mantuvo invariable. La inflación subyacente experimentó una disminución marginal y se situó en el 7,5 %. El avance de la inflación general en términos intertrimestrales anualizados se ralentizó por sexto mes consecutivo, prolongando la tendencia de moderación de las presiones inflacionistas. El ritmo de crecimiento de los servicios y de la inflación subyacente también empezó a frenarse en varias economías avanzadas, lo que sugiere que las presiones inflacionistas

mundiales siguen siendo intensas, aunque es posible que hayan alcanzado un máximo (gráfico 2).

Gráfico 2

Inflación general y subyacente en Estados Unidos, Reino Unido y Japón

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La inflación subyacente se refiere a la inflación de todos los componentes, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2022.

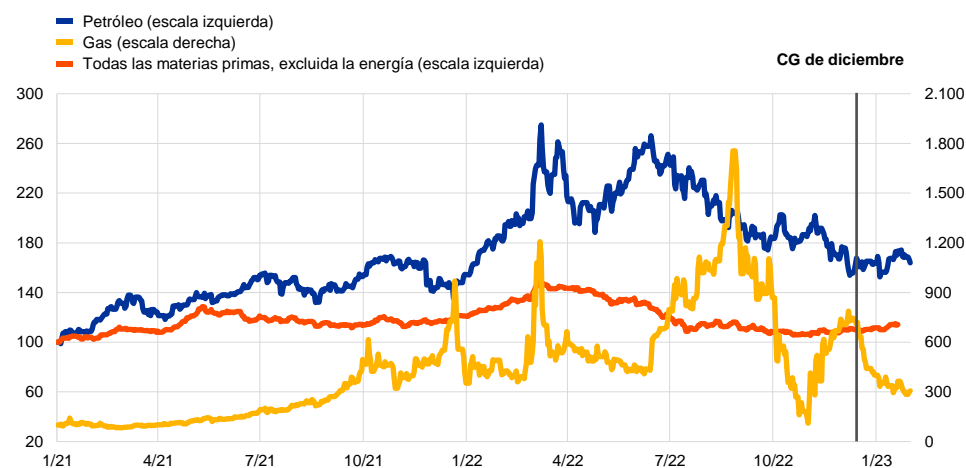
Los precios del gas natural han disminuido de forma significativa desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, como consecuencia de la desaceleración de la demanda mundial, así como de un invierno relativamente cálido y de la efectividad de las medidas de ahorro de gas (gráfico 3). Los precios del petróleo se han reducido ligeramente, un 2 %, desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, ya que el aumento previsto de la demanda tras la reapertura de China tuvo menor peso que la desaceleración económica global, que sigue incidiendo en los precios de esta materia prima. El efecto de la reapertura de este país sobre los precios del crudo ha sido relativamente limitado hasta ahora, lo que indica que el impacto del aumento de los contagios por COVID-19 provocó una caída de la actividad económica. Los precios mundiales del petróleo apenas se han visto afectados por el embargo impuesto por la UE y por el tope aplicado a los precios del crudo ruso, mientras que las sanciones han presionado a la baja el precio de venta del petróleo ruso. Con todo, existen riesgos a futuro. En particular, en febrero, el embargo de la UE y el tope a los precios se extendieron a los precios de los productos refinados del petróleo. Además, Rusia anunció que prohibirá las ventas de crudo a los países que apliquen el tope a los precios a partir de febrero. Los precios al contado y de los futuros del gas europeo se redujeron alrededor del 50 %, debido a una demanda muy baja de esta fuente de energía en Europa atribuible a un invierno inusualmente cálido y a la efectividad de las medidas de ahorro de gas. En consecuencia, los niveles de almacenamiento de gas en Europa siguen siendo elevados, lo que debería facilitar la reposición de las existencias antes del próximo invierno. No obstante, el mercado europeo de gas continúa siendo vulnerable a riesgos de abastecimiento a escala global, como un repunte de la demanda china de gas a medida que reabre su economía. El aumento de los precios de los metales (+9 %) registrado desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre ha estado

impulsado por el optimismo acerca de la demanda futura a raíz de la reapertura de China. Tras la atonía observada en 2022, la recuperación de la demanda de este país constituiría un riesgo sustancial al alza para los precios de los metales. El encarecimiento de los alimentos (+1 %) se debió a las revisiones a la baja de la oferta mundial de maíz.

Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas

(Índice: 1 de enero de 2021 = 100)



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF de los Países Bajos. La línea vertical señala la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno (CG) de diciembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 31 de enero de 2023 para el petróleo y el gas, y al 20 de enero de 2023 para las materias primas, excluida la energía.

En Estados Unidos, la actividad económica ha mostrado mayor capacidad de resistencia de lo esperado. El PIB real creció a una tasa anualizada del 2,9 % en el cuarto trimestre de 2022. La ligera desaceleración de la actividad económica en comparación con el trimestre anterior obedeció a la mayor debilidad de la demanda interna y a una caída pronunciada de la demanda exterior neta, atribuible a una disminución más acusada de las exportaciones reales con respecto al trimestre precedente. Sin embargo, el crecimiento más vigoroso observado en la segunda mitad de 2022 en relación con el primer semestre del año oculta una tendencia subyacente a la baja del consumo privado y de la inversión durante el conjunto del año. Pese al tensionamiento del mercado de trabajo, la inflación general está disminuyendo a medida que las presiones sobre los precios de la energía se reducen. La inflación general interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,5 % en diciembre, mientras que la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 5,7 %, debido a la desaceleración de los precios de bienes básicos que se vio parcialmente compensada por unos precios persistentemente elevados de servicios básicos. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento para el primer semestre de 2023 siguen ensombrecidas por el deterioro adicional previsto en la inversión residencial privada, pese a la moderación de la inflación y la solidez de los mercados de trabajo.

En China, la brusca finalización de la política de COVID cero está alterando la actividad económica a corto plazo. La retirada repentina de las restricciones

relacionadas con el COVID-19 el 7 de diciembre fue sorpresiva y se produjo a raíz de las protestas que se registraron en el país contra las medidas de contención. En diciembre, el PMI del Instituto Nacional de Estadística de China, que abarcaba la última parte del mes (cuando los contagios estaban aumentando) descendió de manera acusada, en particular en lo que respecta a la actividad de los servicios. Este desplome de la demanda se vio reflejado en el índice de alta frecuencia de consumo de QuantCube para China. Los indicadores diarios de movilidad en ciudades chinas también señalaron un fuerte retroceso en diciembre que, no obstante, fue seguido de un incipiente repunte parcial en enero. Como reflejo de estas tendencias, el avance interanual del PIB se ralentizó hasta situarse en el 2,9 % en el último trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas fueron débiles, en consonancia con la debilidad de la actividad económica. En diciembre, la inflación medida por el índice de precios industriales continuó siendo negativa por tercer mes consecutivo, mientras que la inflación interanual medida por el IPC se mantiene por debajo del 2 % desde octubre.

En Japón, la actividad económica continúa recuperándose en un contexto de inflación creciente. El PIB real habría retornado a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre, aunque persisten factores adversos significativos. Hasta ahora, el repunte del consumo privado real ha sido modesto, y el gasto real del sector privado en bienes aún se sitúa por debajo de los niveles registrados antes del COVID-19. Al mismo tiempo, la actividad manufacturera se debilitó en el cuarto trimestre de 2022, lastrada por la moderación de la demanda mundial y la ralentización de la recuperación de las restricciones de oferta. La inflación general aumentó de nuevo y se situó en el 4 % en diciembre, en gran parte sustentada por la subida de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. La inflación subyacente experimentó un incremento marginal desde el 1,5 % registrado en noviembre hasta el 1,6 % en diciembre. De cara al futuro se espera que la inflación general se reduzca ligeramente en 2023, como consecuencia de las menores presiones sobre los costes de las importaciones, de la mayor fortaleza del yen y de las subvenciones a la energía.

En el Reino Unido se prevé que el dinamismo del crecimiento siga debilitándose. Aunque los datos del PIB mensual sorprendieron al alza en noviembre —con un ligero aumento debido a la intensa actividad en los servicios— la mayoría de los indicadores coyunturales apuntan a una debilidad prolongada del ritmo de crecimiento, ya que los hogares siguen afrontando caídas de los salarios reales, unas condiciones financieras restrictivas y una corrección en el mercado de la vivienda. Las huelgas generalizadas de empleados públicos en este país en diciembre y enero también lastrarán la actividad. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 10,5 % en diciembre. Este descenso volvió a estar determinado principalmente por la contribución negativa de los precios de los carburantes, que se vio solo parcialmente compensada por la subida de los precios de los alimentos, los restaurantes y los hoteles. La inflación subyacente se mantuvo estable en el 6,3 % en diciembre, en gran parte como consecuencia del encarecimiento de los servicios.

Las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo débiles. Los datos procedentes de encuestas correspondientes a diciembre señalan un nuevo

retroceso de la producción manufacturera en los grandes países emergentes, salvo en India y Rusia. Además, las perspectivas para las economías emergentes, aproximadas por los nuevos pedidos exteriores, han empeorado en todos los países. En concreto, Asia —centro neurálgico mundial de fabricación de productos tecnológicos— parece haberse visto afectada de forma significativa por el debilitamiento de la demanda mundial, como pone de manifiesto la disminución de las exportaciones de semiconductores. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC descendió en algunos países emergentes, pero continúa siendo elevada y es probable que sea persistente. Los datos de diciembre sugieren que la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable y que ya está superando a la inflación general en varios países.

2 Actividad económica

El crecimiento de la economía de la zona del euro se ralentizó en el segundo semestre de 2022. En el cuarto trimestre el crecimiento fue del 0,1 %, frente al 0,3 % del tercero. La debilidad de la actividad mundial y la elevada incertidumbre geopolítica, debido especialmente a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania, son factores que siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro. Junto con la alta inflación y unas condiciones de financiación más restrictivas, estos factores están frenando el gasto y la producción, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, los cuellos de botella en la oferta están disminuyendo gradualmente, el suministro de gas es ahora más seguro, las empresas aún están reduciendo las abultadas carteras de pedidos pendientes y la confianza está mejorando. Asimismo, la actividad del sector servicios ha resistido, apoyada por la continuación de los efectos de la reapertura de la economía y una mayor demanda de actividades de ocio. La subida de los salarios y la reciente disminución de la inflación de la energía también deberían atenuar la pérdida de poder adquisitivo experimentada por muchas personas como resultado de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. En general, la economía ha mostrado una capacidad de resistencia mayor de la esperada y debería recuperarse en los próximos trimestres. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están más equilibrados.

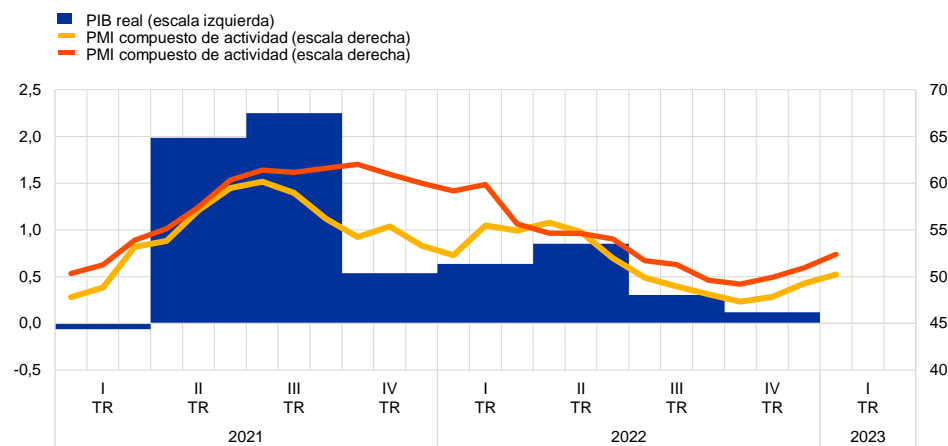
El crecimiento económico de la zona del euro se ralentizó en el segundo semestre de 2022. Tras el dinamismo observado en la evolución económica en la primera mitad de 2022, el crecimiento disminuyó considerablemente hasta situarse en el 0,3 % en el tercer trimestre y en el 0,1 % en el último trimestre del pasado año (gráfico 4). Aunque el vigoroso crecimiento observado previamente tuvo su origen en la recuperación de la demanda de servicios intensivos en contacto fruto de la reapertura económica que siguió a la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia en el primer semestre de 2022, la escalada de los precios de la energía empezó a frenar el gasto y la producción en el segundo semestre. La zona del euro también se ha visto afectada por el impacto del debilitamiento de la demanda mundial, junto con una política monetaria más restrictiva en muchas grandes economías. Pese a que aún no se dispone de un desglose del crecimiento, los indicadores coyunturales y los datos nacionales publicados sugieren que la demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente al crecimiento en el cuarto trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva. Según una primera estimación del crecimiento anual en 2022 basada en datos trimestrales desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario, el PIB creció un 3,5 %. Se estima un efecto arrastre sobre el crecimiento en 2023 del 0,5 %, ligeramente por debajo de la contribución media histórica¹.

¹ Esto implica que el PIB crecería un 0,5 % en 2023 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral del año fueran cero (es decir, si los niveles trimestrales de PIB se mantienen en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2022).

Gráfico 4

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 y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los 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 cuarto trimestre de 2022 para el PIB real y a enero de 2023 para el ESI y el PMI.

Pese a la persistente debilidad, los indicadores económicos recientes proporcionan señales dispares sobre el crecimiento del PIB a principios del año.

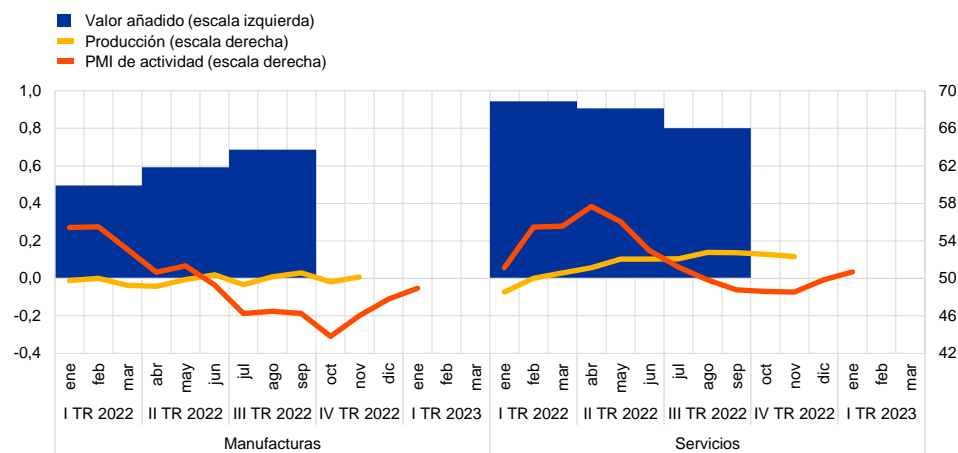
En enero, el PMI compuesto de actividad de la zona del euro se situó en 50,2, por encima de su media del cuarto trimestre y en línea con un nivel de producción prácticamente estancado. Mientras que el PMI de las manufacturas aún apunta a una contracción en el primer trimestre de 2023, el PMI de los servicios se sitúa ahora en una cota ligeramente superior a 50, lo que indica un crecimiento lento, pero positivo (gráfico 5). Aunque las perspectivas mejoraron algo en enero para ambos sectores, su evolución se está viendo afectada por las disrupciones en las cadenas de suministro que, pese a estar disminuyendo, todavía continúan, así como por los altos precios de las materias primas y la elevada incertidumbre global asociada. Los participantes en la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), realizada a principios de enero, preveían un crecimiento negativo en el primer trimestre que volvería a ser positivo en el segundo². A medida que vayan remitiendo los efectos de la invasión rusa de Ucrania, como la persistencia de una inflación alta, la incertidumbre aún elevada y la reducida demanda externa, se espera una recuperación gradual gracias a la capacidad de resistencia del mercado laboral y las medidas de apoyo fiscal.

² Véase «The ECB Survey of Professional Forecasters – First Quarter of 2023», BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2023.

Gráfico 5

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, Eurostat y cálculos del BCE.

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

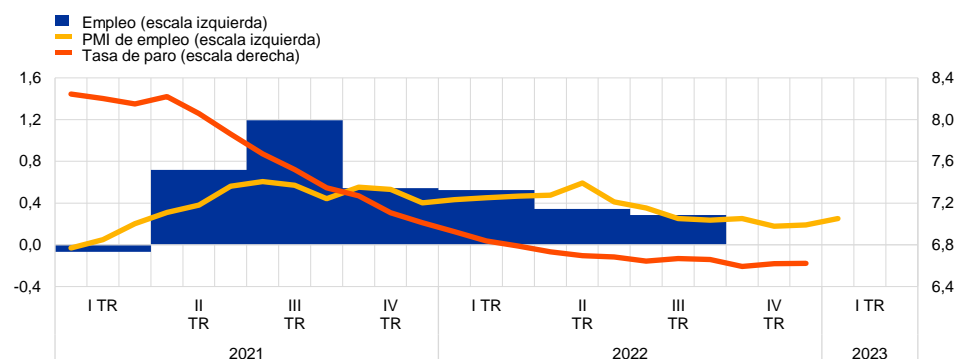
El mercado de trabajo de la zona del euro mantiene su vigor, pero está

perdiendo algo de impulso. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en diciembre de 2022, sin cambios con respecto a noviembre y 0,8 puntos porcentuales por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, en febrero de 2020 (gráfico 6). En términos intertrimestrales, el empleo total registró un avance del 0,3 % en el tercer trimestre de 2022, después de crecer un 0,4 % en el segundo, básicamente en consonancia con la evolución de la actividad económica. 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. El total de horas trabajadas en el tercer trimestre del año superó en un 0,2 % los niveles prepandémicos. Entre los principales sectores económicos, en la industria se trabajaron menos horas en el tercer trimestre de 2022 que antes de la crisis de la pandemia, mientras que en los servicios públicos y en la construcción el total de horas trabajadas en el citado trimestre superó los niveles previos a la pandemia.

Gráfico 6

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

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



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

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

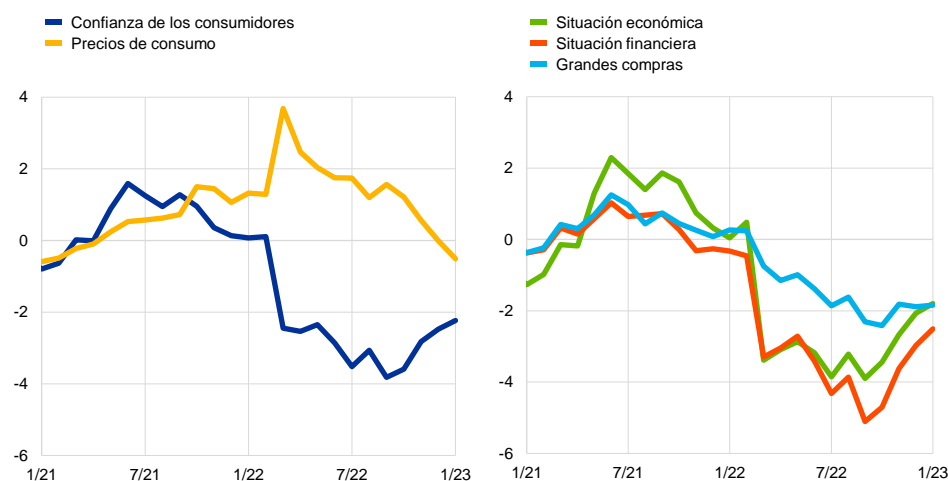
Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen apuntando a que, en general, el mercado laboral de la zona del euro mantendrá su capacidad de resistencia, con algunas señales de estabilización. En enero, el PMI compuesto de empleo se situó en 52,5. Este valor superior a 50 sugiere que el empleo seguirá creciendo, aunque no con tanta fuerza como se indicaba en la segunda mitad de 2022. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, el PMI de empleo continúa señalando un crecimiento robusto del empleo en los servicios y las manufacturas, mientras que sigue mostrando signos de desaceleración en la construcción.

Es probable que el consumo privado mostrara falta de dinamismo en el último trimestre de 2022. La dinámica positiva del consumo de los hogares hasta el tercer trimestre del año se sustentó principalmente en el consumo de servicios, que aumentó con la reapertura de la economía, mientras que el consumo de bienes mantuvo su debilidad. La persistencia de una inflación elevada y unas condiciones de financiación más restrictivas frenaron el gasto en la zona del euro en el cuarto trimestre, pese a que hubo algunas noticias positivas en los últimos datos cuantitativos, lo que también se vio respaldado por la disminución de las perturbaciones de oferta en el sector automovilístico. En consecuencia, las matriculaciones de automóviles siguieron creciendo en diciembre, y en el cuarto trimestre se situaron un 12,6 % por encima del nivel observado en el tercero. La encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey* o CTS, por sus siglas en inglés) del BCE sugiere un número elevado de matriculaciones, debido a cierta reducción de las existencias de vehículos semiterminados, pero indica también que los plazos de entrega todavía son dilatados, aunque se estén acortando ligeramente, y que se espera que las restricciones de oferta continúen siendo un factor que influya a lo largo de 2023. En octubre y noviembre, en términos agregados, las ventas minoristas permanecieron un 0,6 % por debajo del nivel observado en el tercer trimestre, lo que señala una probable contracción del gasto en bienes en el último trimestre. De cara al futuro, los datos económicos cualitativos más recientes apuntan a cierta capacidad de resistencia del gasto en consumo a principios del año, pese a

la persistencia de factores adversos. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió recuperándose en el último trimestre de 2022 (panel izquierdo del gráfico 7) y se situó por encima de su nivel del tercer trimestre, impulsado principalmente por la mejora de las expectativas económicas y financieras de los hogares (panel derecho del gráfico 7), y continuó mejorando en enero. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes se mantuvo sólida a principios del año, así como una cierta recuperación de las expectativas de gasto en grandes compras de los hogares en el cuarto trimestre. Esto también se ve confirmado en la última encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que apunta a unas expectativas de demanda de vacaciones y de compras de bienes de consumo duradero más favorables en los próximos doce meses. Aunque la renta real disponible de los hogares resistió bastante bien gracias al vigor del mercado de trabajo y al apoyo fiscal, se contrajo ligeramente en el tercer trimestre y es probable que siga disminuyendo, lo que frenaría el gasto en consumo. Con todo, la utilización del ahorro debería contribuir a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible. La tasa de ahorro descendió desde el 14,9 % en el primer trimestre de 2022 hasta el 13,2 % en el tercero, el mismo nivel que al final de 2019. Asimismo, la última encuesta CES indica que los consumidores esperan gastar menos como consecuencia del endurecimiento en curso de las condiciones de financiación.

Gráfico 7
Expectativas de los hogares

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

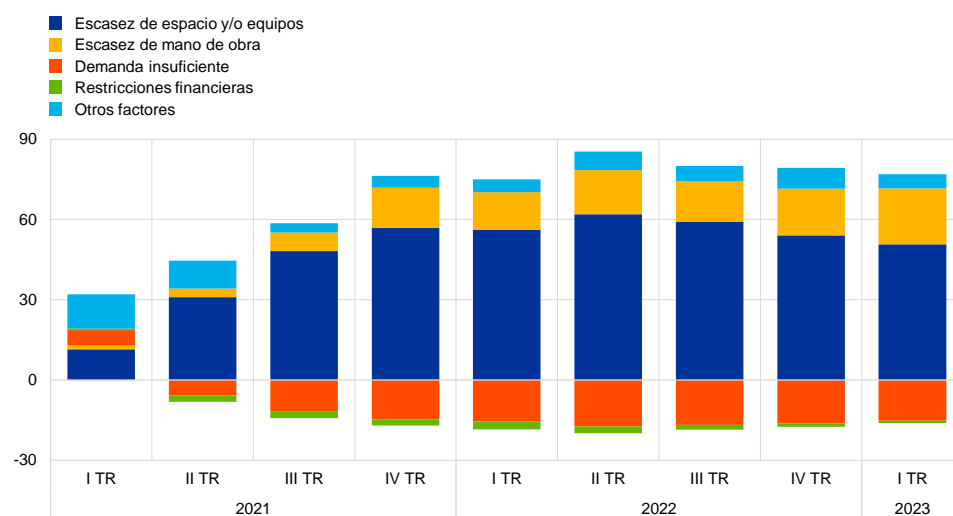
La inversión empresarial habría sido débil en el cuarto trimestre de 2022. Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 7,7 % en el tercer trimestre (el 1,2 % si se excluyen los activos intangibles de Irlanda), el PMI de nuevos pedidos y el PMI de producción del sector de bienes de equipo sugieren que la inversión empresarial en el cuarto trimestre fue débil. Entretanto, la producción de bienes de equipo creció un 3 %

en los dos primeros meses del cuarto trimestre con respecto al tercer trimestre de 2022. Según la encuesta CTS de enero, las perspectivas de inversión en 2023 son relativamente favorables entre las empresas más grandes, pese al aumento de los costes asociado a los precios de la energía, los salarios y las condiciones de financiación³. Los indicadores de opinión de la Comisión muestran que, desde una perspectiva histórica, la disponibilidad de espacio y/o equipos y de mano de obra siguieron siendo los factores más acuciantes que limitaban la producción en el sector de bienes de equipo en el primer trimestre de 2023 (gráfico 8).

Gráfico 8

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

(variaciones de los saldos netos corregidos por la media)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

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

La inversión en vivienda se mantuvo débil en el último trimestre de 2022. Tras registrar dos descensos intertrimestrales consecutivos en el segundo y tercer trimestre de 2022, la inversión residencial prácticamente se habría estancado en el cuarto trimestre, según varios indicadores coyunturales. La producción del segmento de construcción de edificios en octubre y noviembre se situó, en promedio, un 0,5 % por encima del nivel observado en el tercer trimestre. Sin embargo, el número de visados de obra nueva —un indicador adelantado de la actividad constructora— siguió cayendo en el citado trimestre, lo que señala una disminución de nuevos proyectos en preparación y, por lo tanto, las débiles perspectivas a corto plazo para el sector de la construcción. Además, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo, situándose de media en 40,8 en el cuarto trimestre, frente a un valor de 44,4 en el tercero. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa a la construcción, el índice de tendencias de actividad de la construcción también se mantuvo contenido hasta enero, debido principalmente a la caída de la demanda y al endurecimiento de las condiciones financieras, mientras que la escasez de mano de obra y de materiales disminuyó. Las

³ Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

encuestas del BCE confirman el debilitamiento de la demanda de inversión residencial. La encuesta CES de diciembre reveló un empeoramiento de la percepción de los hogares sobre el mercado de la vivienda en un contexto de condiciones de financiación más restrictivas desde el inicio de 2022. En la encuesta CTS de enero de 2023 los participantes de empresas de construcción también señalaron un debilitamiento generalizado de la demanda en este sector, pese a la capacidad de resistencia observada en algunos países. En general, el descenso de la demanda debería seguir lastrando la inversión residencial a corto plazo.

El dinamismo de las exportaciones de la zona del euro se estabilizó en noviembre, mientras que las importaciones nominales disminuyeron y las perspectivas del comercio mejoraron ligeramente. En noviembre de 2022, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro aumentaron de forma moderada después de descender en octubre, mientras que las importaciones de bienes de fuera de la zona continuaron reduciéndose considerablemente. El saldo de la balanza de bienes pasó a registrar un superávit en noviembre, principalmente como consecuencia de la caída de los precios de la energía importada. Las importaciones reales también se moderaron a medida que los niveles de almacenamiento de gas se acercaban a su plena capacidad⁴. Los datos de alta frecuencia sobre comercio apuntan a que los cuellos de botella en la oferta siguieron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2022, respaldando las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro. Los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos señalan un comportamiento débil de la actividad exportadora tanto de bienes como de servicios en los próximos meses, pero esta debilidad podría ser menos acusada de lo que suelen sugerir estos indicadores, dado que la disminución de los cuellos de botella en la oferta permite que las empresas sigan reduciendo sus carteras de pedidos pendientes. Los PMI *flash* de nuevos pedidos exteriores de bienes y servicios de enero de 2023 permanecieron en terreno contractivo, pero apuntan a cierta estabilización. Tras la fortaleza exhibida en la temporada estival, los indicadores de turismo se moderaron en noviembre y diciembre en términos desestacionalizados.

⁴ Para más información sobre el efecto de los elevados precios de la energía en los patrones de producción industrial y comercio, véase el recuadro titulado «¿Cómo ha afectado la subida de los precios de la energía a la producción industrial y a las importaciones?» en este Boletín Económico.

3 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro siguió disminuyendo en enero hasta situarse en el 8,5 %. La estimación de avance se ha calculado utilizando estimaciones de Eurostat para Alemania. Este descenso fue atribuible, sobre todo, a una nueva y acusada caída de la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas en todos los sectores, en parte debido a que los altos costes de la energía siguieron transmitiéndose al conjunto de la economía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en el 5,2 % en enero, y los últimos datos disponibles también muestran que otros indicadores de la inflación subyacente se mantienen en niveles elevados. Los salarios han crecido a un ritmo más rápido, prácticamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre, respaldados por la solidez de los mercados de trabajo y por el hecho de que las negociaciones salariales se están centrando principalmente en la convergencia con el elevado nivel de inflación. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo.

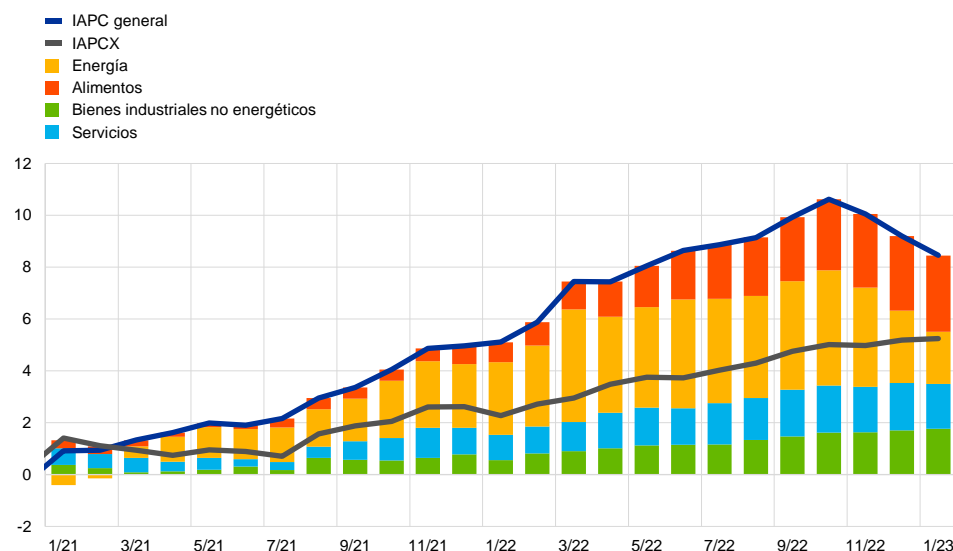
La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo en enero de 2023 por tercer mes consecutivo, gracias al menor ritmo de variación de los precios de la energía.

Esta nueva caída —desde el 9,2 % en diciembre de 2022 hasta el 8,5 % en enero de 2023— reflejó una disminución considerable de la tasa de crecimiento de los precios energéticos, del 25,5 % al 17,2 %. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de los alimentos siguió aumentando y pasó del 13,8 % en diciembre al 14,1 % en enero, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), no varió con respecto a diciembre y se mantuvo en el 5,2 %. Esto sugiere que los efectos retardados causados por el fuerte incremento de los costes de la energía y de otros insumos, los cuellos de botella en la oferta y la demanda embalsada continuaron sosteniendo las presiones inflacionistas. Si bien la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a aumentar hasta alcanzar un nuevo récord del 6,9 %, la correspondiente a los servicios se redujo del 4,4 % en diciembre al 4,2 % en enero (gráfico 9).

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

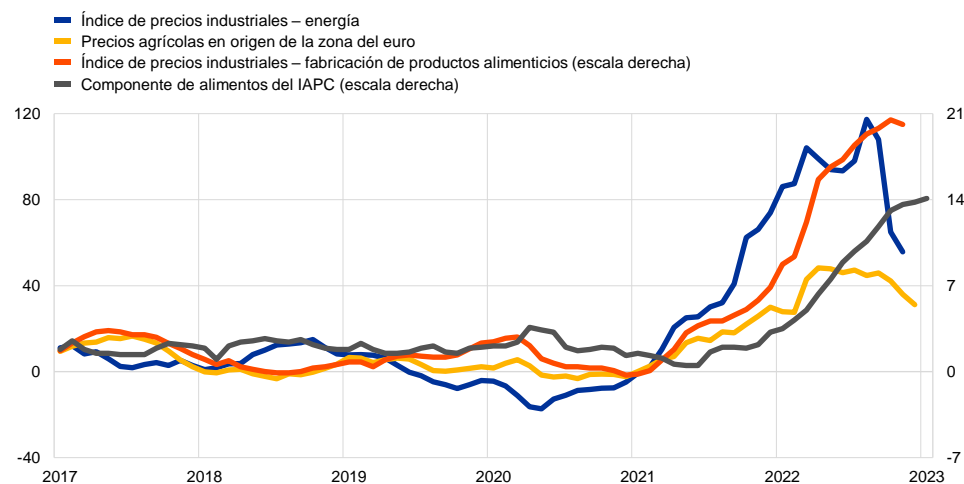
El descenso de la tasa de variación de los precios de la energía en la zona del euro en enero de 2023 reflejó tanto una caída intermensual del nivel de precios como un fuerte efecto de base a la baja, debido a que la importante subida de los precios que se produjo un año antes quedó fuera del cálculo de la tasa interanual. Las divergencias entre países en el ritmo de variación de los precios de la energía siguieron siendo notables, debido, entre otros factores, a diferencias en los *mix* de producción energética, los enfoques regulatorios y las implicaciones de las diversas medidas fiscales aplicadas para compensar la escalada de los precios, así como la distinta cobertura de los tipos de contratos en el IAPC. La tasa de crecimiento de los precios de producción de la energía empezó a disminuir en septiembre de 2022, desde el máximo del 117,3 % alcanzado en agosto hasta el 55,7 % en noviembre (gráfico 10).

La tasa de variación de los precios de los alimentos de la zona del euro siguió aumentando como consecuencia de una nueva subida de los precios de los alimentos elaborados. Esta evolución es acorde con una transmisión todavía intensa de las presiones latentes de costes, que se tradujo en una tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados del 14,9 % en enero, frente al 14,3 % de diciembre. Al mismo tiempo, la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados continuó disminuyendo, hasta situarse en el 11,6 % en enero, desde el 12 % de diciembre, lo que probablemente refleje las correcciones de anteriores repuntes de los precios relacionados con la sequía del verano pasado, entre otros factores (gráfico 10).

Gráfico 10

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios sobre los precios del componente de alimentos del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023 para el componente de alimentos del IAPC, a diciembre de 2022 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a noviembre de 2022 para los demás indicadores.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados durante el período analizado, aunque los datos más recientes muestran señales ambivalentes (gráfico 11).

Esta evolución se debió a factores como los efectos indirectos de los precios de la energía y de los alimentos y el impacto de la reapertura de la economía, pese a la disminución reciente de los cuellos de botella en la oferta. La inflación medida por el IAPCXX, excluidos los componentes más volátiles de servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y el calzado (IAPCXX), aumentó desde el 4,8 % en noviembre hasta el 5 % en diciembre. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 5,9 % en diciembre, desde el 5,8 % de noviembre. Muchos de estos indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes se utilizan como indicadores desfasados, dado que los datos se presentan en tasas de variación interanual. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se construye filtrando las perturbaciones a más corto plazo y los desarrollos idiosincrásicos de los componentes del IAPC, ha continuado disminuyendo en los últimos meses, y ha caído desde el 5,3 % en noviembre hasta el 4,7 % en diciembre⁵. El PCCI incluye componentes energéticos y, por tanto, su descenso refleja el menor ritmo de variación mensual de los precios de la energía. El PCCI, excluida la energía, también se ha reducido ligeramente desde septiembre y en diciembre se situó en el 4,1 %. Más en general, las tasas de variación a corto plazo de varios indicadores de la inflación subyacente, medida en términos de la

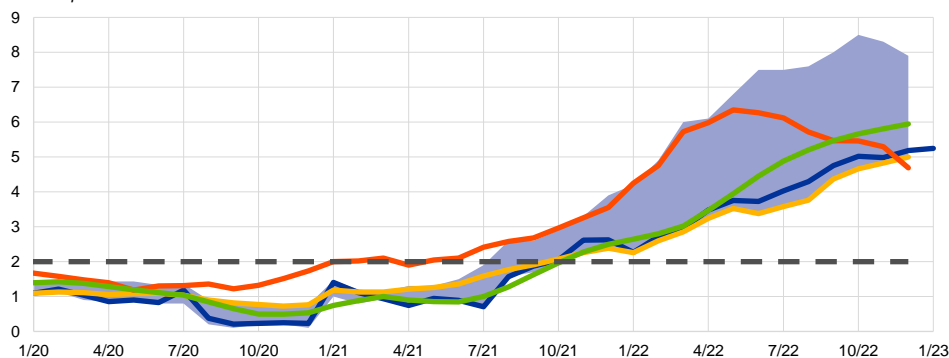
⁵ Véase «PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area», *Statistics Paper Series*, n.º 38, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, octubre de 2020.

evolución intermensual o intertrimestral, han comenzado a señalar presiones inflacionistas más moderadas.

Gráfico 11 Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

■ Rango de indicadores de la inflación subyacente
■ IAPCX
■ IAPCXX
■ PCCI
■ Supercore



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 % y la mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. «IAPCXX» se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. «PCCI» es el componente persistente y común de la inflación. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023 para el IAPCX y a diciembre de 2022 para los demás indicadores.

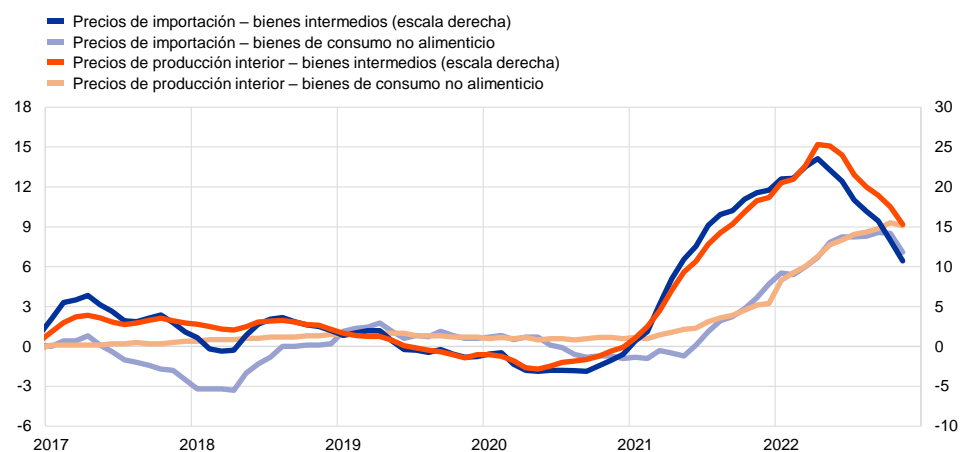
La evolución de los salarios y de los costes laborales ha sido un factor clave en el grado de persistencia de la inflación subyacente en la zona del euro durante el período considerado. Los últimos datos disponibles sugieren que las presiones salariales se están intensificando, aunque se mantienen en niveles moderados. La tasa de crecimiento de los salarios negociados aumentó desde el 2,5 % en el segundo trimestre hasta el 2,9 % en el tercer trimestre. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado o por hora, continuó viéndose afectado por las distorsiones registradas durante el período de pandemia. Las tasas de crecimiento interanual de estos dos indicadores salariales se situaron en el 3,9 % y el 2,9 %, respectivamente, en el tercer trimestre de 2022, un nivel inferior al del trimestre precedente, pero que refleja, sobre todo, efectos de base. Se aprecian señales más claras de intensificación de las presiones salariales en los próximos meses derivadas de las negociaciones salariales que se concluyeron en 2022.

Si bien se observan algunas señales de relajación de las presiones latentes en la zona del euro durante el período analizado, la tasa de variación de los bienes industriales no energéticos siguió aumentando hasta situarse en el 6,9 % en enero de 2023. Los datos de noviembre muestran que estas presiones han empezado a remitir en las primeras fases del proceso de formación de precios, como se reflejó en las tasas de crecimiento intermensual negativas de los precios de importación y de los de producción interior de los bienes intermedios. Estas presiones han comenzado también a suavizarse en las fases posteriores del proceso, y la tasa de crecimiento intermensual de los precios de producción interior de los bienes no alimenticios se moderó hasta situarse en el 0,2 % en noviembre, un nivel

próximo a su media histórica del 0,1 %. Al mismo tiempo, aunque las tasas de variación interanual de los precios de importación y de los precios de producción se fueron reduciendo, han seguido siendo altas, lo que indica presiones latentes acumuladas que podrían hacer que los precios de los bienes de consumo continúen aumentando a una tasa elevada durante algún tiempo (gráfico 12).

Gráfico 12
Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro registraron un descenso marginal hasta situarse en niveles próximos al 2 %, y fueron acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 13). Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a largo plazo (para 2027) se redujeron hasta el 2,1 %. La encuesta de Consensus Economics de enero de 2023 señaló que las expectativas a largo plazo se habían mantenido prácticamente sin variación en el 2,1 %. En la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de febrero de 2023, la expectativa mediana de inflación a largo plazo permaneció inalterada en el 2 %. Estos datos sugieren que los participantes en la encuesta esperan un rápido descenso de la inflación a corto plazo y apuntan a un anclaje de las expectativas a más largo plazo. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de noviembre de 2022 también indicó que las expectativas de inflación a tres años vista se habían mantenido relativamente estables en torno al 3 %⁶. En conjunto, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) registraron, en general, un descenso durante el período analizado; la variación más acusada se observó a muy corto plazo, con datos de inflación más bajos de lo esperado y un descenso de los precios de la energía. Los indicadores de opinión sugieren que los participantes en el mercado esperan que la inflación retorne

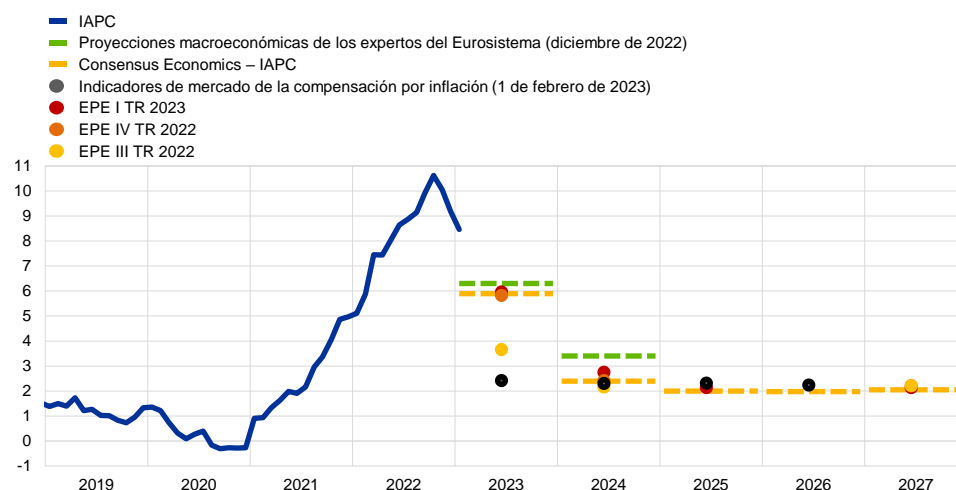
⁶ Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – noviembre de 2022», nota de prensa, BCE, Frankfurt am Main, 12 de enero de 2023.

a niveles próximos al 2 % en el transcurso de 2023, más rápido de lo anticipado en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Aunque los indicadores de la compensación por inflación a corto plazo registraron una fuerte caída, los indicadores (prospectivos) de las expectativas a más largo plazo se mantuvieron más estables. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años apenas varió y se situó en torno al 2,3 %. 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 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022](#), y cálculos del BCE. Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «EPE» es la encuesta a expertos en previsión económica. La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 1 de febrero de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2023 se realizó entre el 6 y el 12 de enero de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 30 de noviembre de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a enero de 2023.

Los riesgos para las perspectivas de inflación en la zona del euro pasaron a estar más equilibrados durante el período analizado, especialmente a corto plazo.

Entre los riesgos alcistas, las presiones latentes actuales aún podrían llevar a una subida de los precios minoristas en el corto plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. A medio plazo, los riesgos al alza se derivan principalmente de factores internos, como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE o subidas salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía y un debilitamiento adicional de la demanda suavizarían las presiones inflacionistas.

4 Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 1 de febrero de 2023), las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los tipos de interés oficiales aumentaron sustancialmente en un primer momento, en consonancia con la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre sobre la necesidad de seguir endureciendo la política monetaria para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Posteriormente, las expectativas sobre los tipos de interés oficiales más allá de las siguientes reuniones se redujeron en un contexto de percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar disminuyendo. En consecuencia, al final del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se situaban en niveles más altos, mientras que los tipos libres de riesgo a largo plazo habían revertido en parte su ascenso inicial, finalizando dicho período en cotas algo más elevadas. La evolución de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro prácticamente fue acorde con la de los tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales soberanos apenas registraron cambios. La percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar remitiendo favoreció a los activos de riesgo, compensando, en última instancia, el freno que supuso el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo. Como resultado, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon y los precios de las acciones aumentaron de forma acusada. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en cierta medida.

Tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron cuando los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas sobre los tipos de interés oficiales. Durante el período de referencia, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 185 puntos básicos, y pasó de una media de 140 puntos básicos entre el 15 y el 20 de diciembre a registrar un promedio de 190 puntos básicos después del 20 de diciembre, es decir, durante el período de mantenimiento de reservas posterior a la subida de tipos de interés de diciembre del BCE. El exceso de liquidez se redujo en unos 358 mm de euros, hasta situarse en 4.128 mm de euros, principalmente como consecuencia del reembolso de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en diciembre. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) —basada en el tipo de interés de referencia (€STR)— inicialmente se desplazó al alza en todos los plazos de vencimiento, como consecuencia de la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre de que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente. Durante el resto del período de referencia, los tipos *forward* para horizontes más allá de mediados de 2023 disminuyeron, debido a la percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían remitir con el tiempo. Al final del período analizado, dicha curva descontaba casi completamente subidas de los tipos de 50 puntos básicos en las reuniones del Consejo de Gobierno de febrero y de marzo, seguidas de incrementos adicionales

de 30 puntos básicos en total, lo que implicaba que a mediados de 2023 se alcanzaría un tipo máximo de alrededor del 3,4 %.

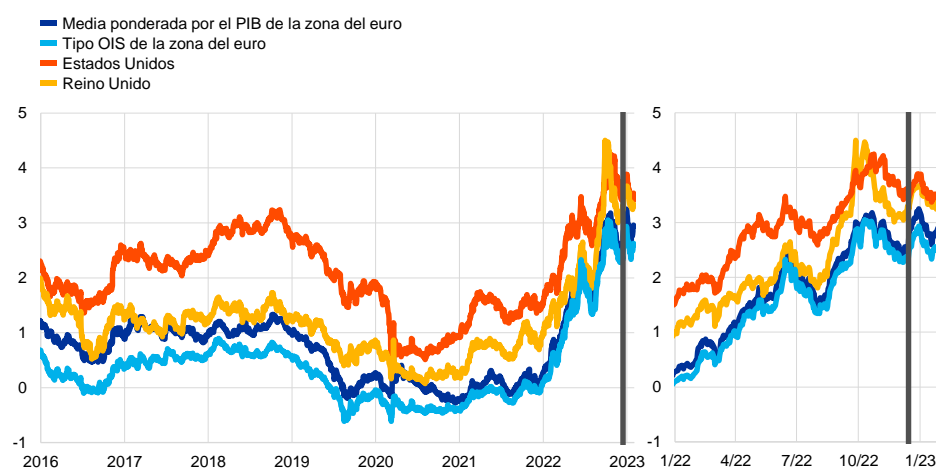
Los rendimientos soberanos a largo plazo se elevaron ligeramente, dado que el incremento inicial asociado a las expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales a corto plazo se vio compensado, en parte, por las expectativas de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar disminuyendo (gráfico 14). Esta evolución general oculta importantes oscilaciones durante el período, ya que, inicialmente, los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron de forma sustancial ante las expectativas de nuevas subidas de los tipos oficiales tras la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre. Sin embargo, desde principios del año, el incremento inicial de estos rendimientos se ha revertido parcialmente a raíz de la publicación de unos datos de inflación más baja de lo esperado y de la moderación de los precios de la energía.

En conjunto, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se sitúa en torno al 2,9 %, lo que representa un aumento de 19 puntos básicos con respecto a la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania se sitúan aproximadamente en el 3,4 %, el 3,3 % y el 2,3 %, respectivamente. En general, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron en sincronía con los tipos de interés libres de riesgo. En consecuencia, el diferencial medio entre el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el tipo OIS se mantuvo relativamente estable en unos 0,3 puntos porcentuales.

Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 1 de febrero de 2023.

Los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon durante el período de referencia, y la disminución más pronunciada se observó en el

segmento de alta rentabilidad. Durante el período considerado, la percepción de los mercados de que las perspectivas económicas estaban mejorando y que las presiones inflacionistas podrían estar remitiendo impulsó el apetito por el riesgo, lo que en último término se tradujo en un estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad registraron una caída de unos 46 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión descendieron en torno a 14 puntos básicos.

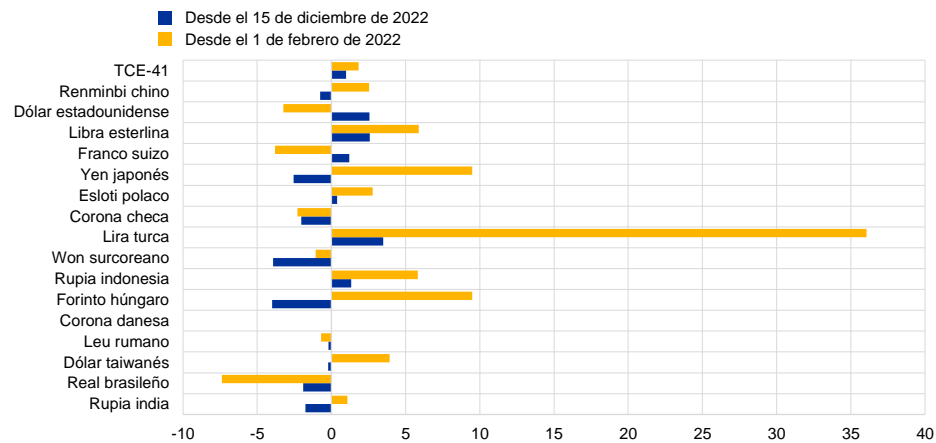
Los mercados bursátiles europeos se anotaron fuertes subidas durante el período de referencia. Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron de forma acusada y superaron los de valores comparables del resto del mundo, ya que la mejora general del apetito por el riesgo compensó el lastre que supuso el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo y parte de la caída de las expectativas de beneficios. Las subidas de las cotizaciones en los mercados de renta variable se distribuyeron de forma desigual, y las de los bancos superaron a las de las sociedades no financieras en un entorno de tipos de interés más altos, lo que puede favorecer al sector bancario mediante incrementos de los márgenes de intermediación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron en torno al 7 %, mientras que los de las acciones bancarias se incrementaron alrededor del 22 %. La diferencia entre las sociedades no financieras y los bancos fue menos pronunciada en Estados Unidos, donde las cotizaciones registraron alzas de aproximadamente el 6 % en el caso de las primeras y en torno al 12 % en el de los bancos.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció (gráfico 15). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (2,6 %), la libra esterlina (2,6 %) y el franco suizo (1,2 %), y perdió valor frente al yen japonés (2,6 %). El euro se depreció también frente al renminbi chino (0,7 %) y las monedas de otras de las principales economías emergentes, así como frente a las monedas de la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 15

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 1 de febrero de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido aumentando como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a moderarse en diciembre, en un entorno de tipos de interés más elevados, demanda más débil y endurecimiento de los criterios de concesión. En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 1 de febrero de 2023, el coste de la financiación mediante acciones se redujo, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo estable. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares se endurecieron sustancialmente en el cuarto trimestre de 2022, en un contexto en el que los tipos de interés continuaron subiendo. La moderación de la dinámica monetaria prosiguió en diciembre, favorecida por el incremento de los tipos de interés y por la desaceleración del crecimiento del crédito.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación en noviembre, dado que los tipos de interés de los depósitos continuaron aumentando, pero la rentabilidad de los bonos bancarios se redujo. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro alcanzó el nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 16). Tras haber registrado notables incrementos desde el comienzo de 2022, la rentabilidad de los bonos bancarios disminuyó en noviembre, aunque repuntó de nuevo tras la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre (panel b del gráfico 16). El tipo de interés sintético de los depósitos se situó en el 0,44 % en noviembre, 37 puntos básicos por encima del nivel observado a principios de 2022. Sin embargo, este aumento fue muy inferior al que registraron los tipos de interés oficiales del BCE en ese período (250 puntos básicos). Esta evolución refleja fundamentalmente dos factores. En primer lugar, los depósitos a la vista representan una gran parte de la base de depósitos de las entidades de crédito y su remuneración suele responder menos a las subidas de los tipos de interés oficiales que la de los depósitos a plazo, dado que los depósitos a la vista ofrecen servicios de liquidez y de pago que, por lo general, no tienen un precio explícito. Por tanto, la ampliación del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos y los oficiales es característica de los ciclos de subida de tipos de interés. En segundo lugar, los tipos de los depósitos se encontraban en un nivel relativamente elevado en comparación con los tipos de interés del BCE al inicio del actual ciclo de subida, pues las entidades evitaron aplicar tipos negativos a los depósitos minoristas. La recalibración de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) que se hizo efectiva el 23 de noviembre de 2022 también contribuyó a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito⁷. Entre noviembre de 2022 y enero de 2023, los bancos realizaron cuantiosos reembolsos voluntarios de la

⁷ Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», nota de prensa, BCE, 27 de octubre de 2022.

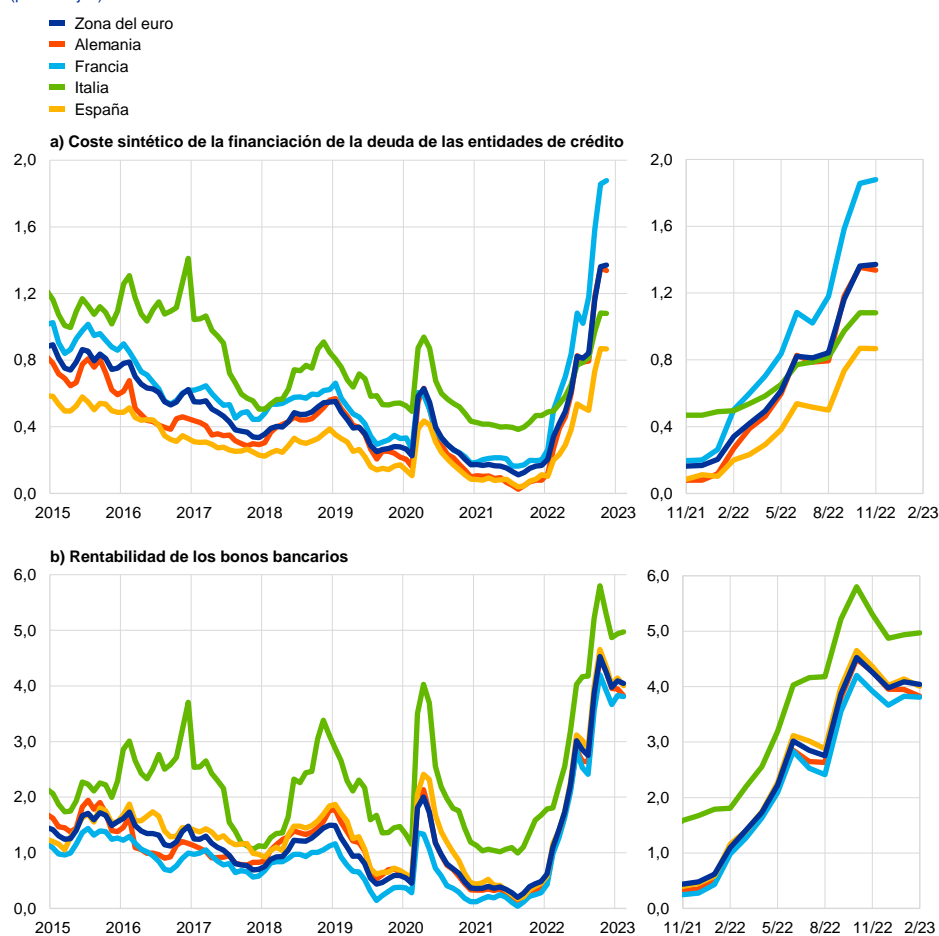
financiación obtenida en las TLTRO III (858 mm de euros), lo que redujo los saldos vivos en torno a un 40 % tras la recalibración.

En términos de fortaleza de los balances, las entidades de crédito de la zona del euro están adecuadamente capitalizadas en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital, pero el debilitamiento del entorno económico puede deteriorar la calidad de sus activos y aumentar el riesgo de crédito.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 1 de febrero de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares siguieron aumentando en noviembre de 2022, a medida que las entidades continuaron endureciendo su oferta de crédito.

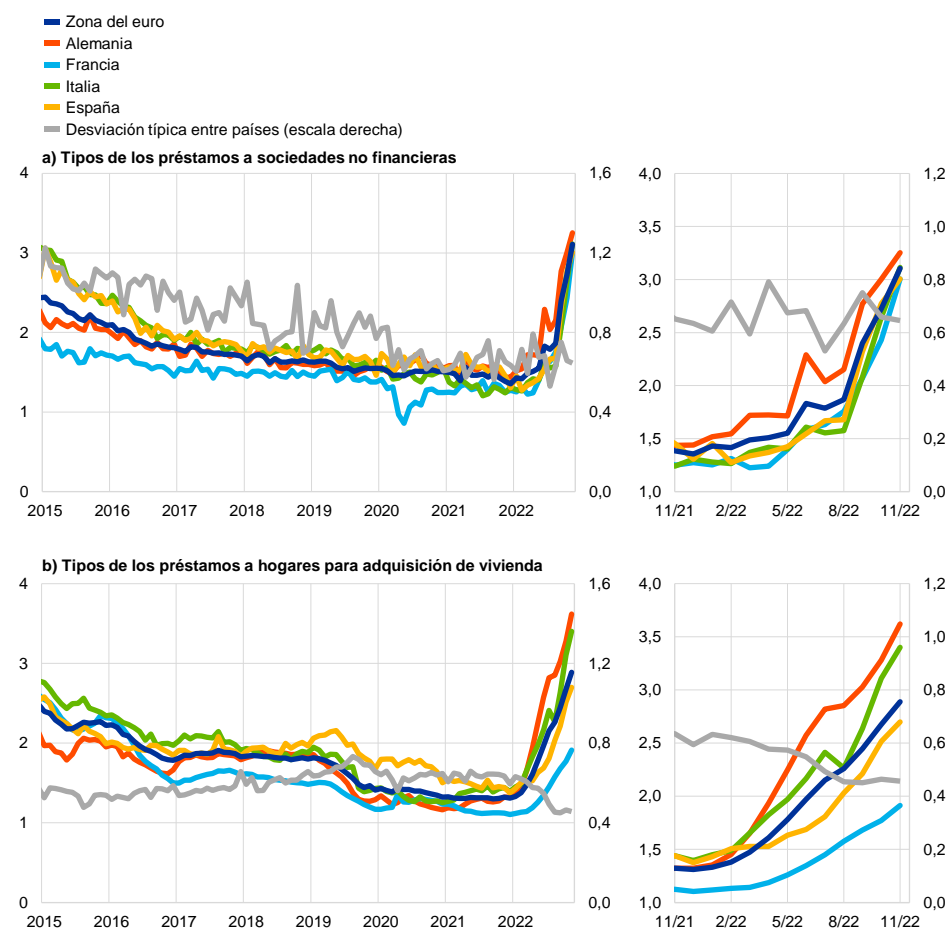
Desde principios de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado notablemente al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la

zona del euro (gráfico 17), al tiempo que los criterios de concesión de crédito se han endurecido. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades no financieras se elevaron hasta el 3,09 % en noviembre, un nivel no observado desde el verano de 2012. Los tipos de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también continuaron subiendo hasta situarse en el 2,88 % en noviembre, el nivel más alto desde el verano de 2014. Por tanto, los incrementos acumulados de los tipos de interés del crédito a empresas y a hogares con respecto al nivel de principios de 2022 fueron de 123 y 157 puntos básicos, respectivamente. Estos aumentos fueron más rápidos que en anteriores ciclos de subida de tipos, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de los incrementos de los tipos de interés oficiales. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de noviembre de 2022 indican que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan elevándose en los doce meses siguientes y que será más difícil obtener préstamos para vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estrechó en noviembre, reflejo de la evolución de los tipos aplicados a estos últimos. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo estable, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 17).

Gráfico 17

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 con 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 noviembre de 2022.

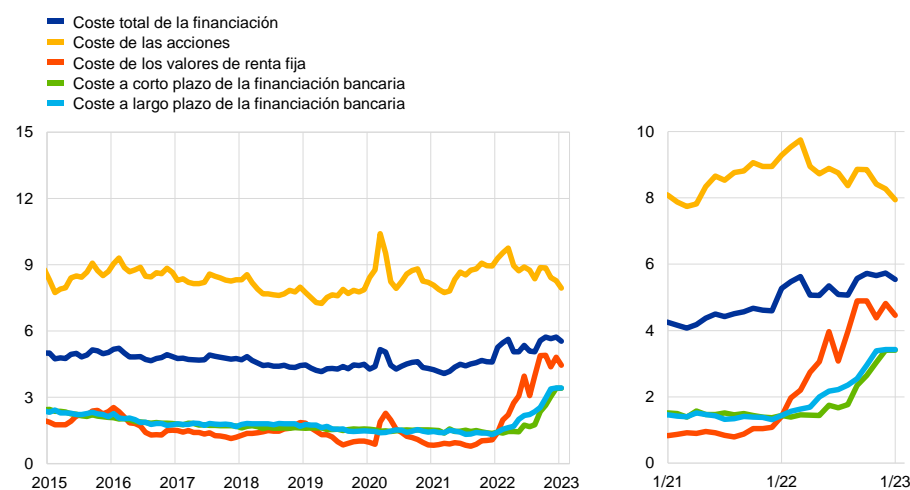
En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 1 de febrero de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija permaneció inalterado. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta noviembre de 2022, cuando se situó en el 5,6 %, unos 10 puntos básicos por debajo de su nivel del mes anterior (gráfico 18). Esta evolución fue resultado de una disminución del coste de los valores de renta fija y de las acciones, que compensó con creces el notable aumento que experimentó el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. El coste total de la financiación se redujo ligeramente con respecto al pico registrado en octubre, pero en noviembre se mantuvo próximo a los elevados niveles observados a finales de 2011 por última

vez. A lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija permaneció estable, dado que el incremento de los tipos de interés libres de riesgo —concentrado principalmente en el tramo corto de la curva— compensó la disminución de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento de grado de inversión como, sobre todo, en el de alta rentabilidad. Sin embargo, el coste de las acciones disminuyó como consecuencia de la acusada caída de la prima de riesgo, que contrarrestó con creces el impacto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo.

Gráfico 18

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 1 de febrero de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 27 de enero de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y a diciembre de 2022 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 enero de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se endurecieron sustancialmente en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico 19). Desde una perspectiva histórica, el endurecimiento de los criterios de concesión fue el mayor observado desde la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2011. En un contexto de elevada incertidumbre, los principales factores subyacentes al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares fueron el aumento de la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas, la menor tolerancia al riesgo de las entidades y el incremento de los costes de financiación. En el primer trimestre de 2023, las entidades de crédito esperan que continúe el endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a estos dos sectores.

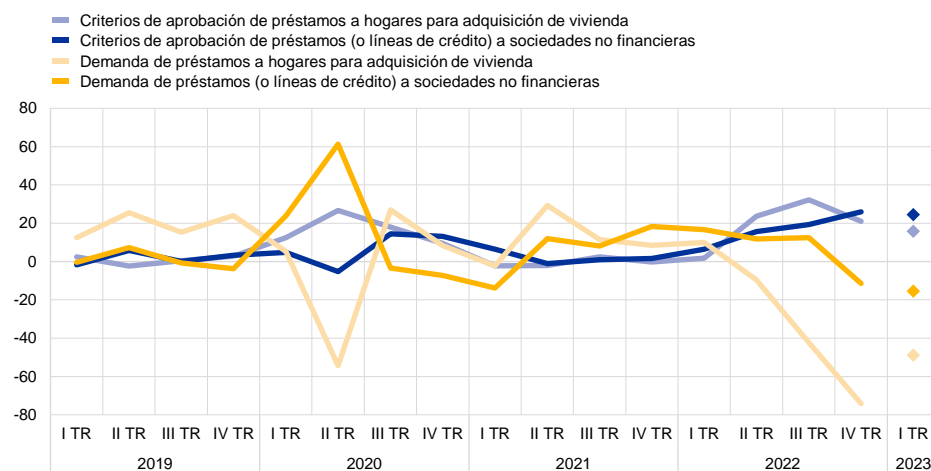
Las entidades señalaron una disminución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y, sobre todo, de los hogares, en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico 19). Los bancos indicaron que la contribución del aumento del nivel general de los tipos de interés a la demanda de crédito había sido

considerablemente negativa. Las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo habían tenido un impacto moderador adicional en la demanda de préstamos de las empresas, en línea con la esperada desaceleración de la inversión y a pesar de cierta mejora reciente del sentimiento económico. La necesidad de financiar existencias y capital circulante había contribuido positivamente a la demanda de préstamos, aunque en menor medida que en los dos trimestres anteriores, lo que podría reflejar la reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta. De acuerdo con la encuesta, el descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fue el mayor registrado hasta la fecha y se debió, fundamentalmente, a las subidas de los tipos de interés, a la menor confianza de los consumidores y al deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda. Para el primer trimestre de 2023, las entidades esperaban una disminución adicional de la demanda de préstamos a empresas y una nueva y acusada caída de la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

Gráfico 19

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 cuarto trimestre de 2022.

La encuesta también sugiere que las entidades esperan que las consideraciones relativas a la calidad de los activos influyan en sus políticas crediticias en el primer semestre de 2023. Las entidades de crédito indicaron que el cumplimiento de las medidas adoptadas en materia de regulación y supervisión había contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación y de los márgenes de los préstamos en la segunda mitad de 2022. Aunque las ratios de préstamos dudosos de las entidades tuvieron un impacto prácticamente neutral en los criterios de concesión de crédito a empresas y a hogares en el segundo

semestre de 2022, los encuestados esperaban que estas ratios contribuyeran a un endurecimiento tanto de los criterios de aprobación como de las condiciones de los préstamos en la primera mitad de 2023. Las entidades también señalaron un deterioro moderado de su acceso a la financiación minorista, en línea con el aumento de los tipos de interés de los depósitos a plazo.

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a ralentizarse en diciembre, en un entorno de tipos de interés más elevados, debilitamiento de la demanda y endurecimiento de los criterios de concesión.

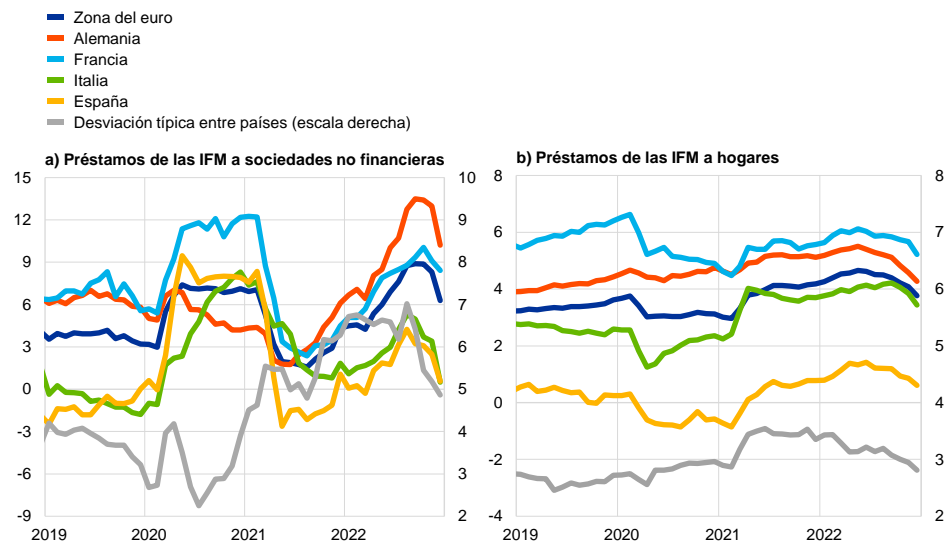
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 6,3 % en diciembre, desde el 8,3 % registrado en noviembre (panel a del gráfico 20). La desaceleración de los préstamos a empresas fue generalizada en las mayores economías y se observó en los préstamos tanto a corto como a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también se moderó, hasta el 3,8 % en diciembre, desde el 4,1 % de septiembre (panel b del gráfico 20). Esta evolución se debe al menor crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, en un entorno de subidas de los tipos de interés, endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de las entidades de crédito y debilitamiento de la demanda como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de bajo nivel de confianza de los consumidores. La información reciente procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, que tiene propiedades de indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas y a hogares, sugiere que es probable que la dinámica crediticia siga moderándose en los próximos trimestres⁸.

8 Para más información, véase el recuadro titulado «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?», número 8, BCE, 2022.

Gráfico 20

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 titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización notional 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 diciembre de 2022.

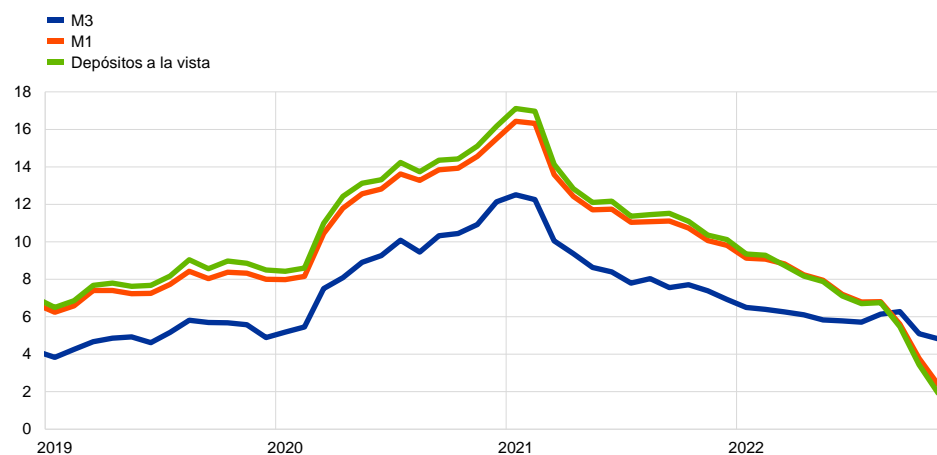
La redistribución de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en diciembre, reflejo de la remuneración relativa de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó hasta el 0,6 % en diciembre, desde el 1,9 % de noviembre (gráfico 21). El fuerte descenso del crecimiento de estos depósitos desde el segundo trimestre de 2022 se explica principalmente por su sustitución a gran escala por depósitos a plazo. Esta redistribución de carteras responde a la remuneración más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista, en línea con los patrones que son típicos de los ciclos de endurecimiento de la política monetaria. En consonancia con esta evolución, los mayores desplazamientos se observaron, por lo general, en las jurisdicciones en las que los diferenciales de remuneración entre los depósitos a plazo y los depósitos a la vista eran más amplios.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2022.

La moderación de la dinámica monetaria prosiguió en diciembre, como consecuencia del incremento de los tipos de interés y de la desaceleración del crecimiento del crédito.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 4,1 % en diciembre, desde el 4,8 % registrado en noviembre (gráfico 21). Esta tendencia a la baja se ha visto impulsada por el menor dinamismo del crédito en un entorno de tipos de interés más altos. Por lo que se refiere a los componentes del agregado monetario amplio, la continuación del desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en diciembre provocó una notable disminución adicional del avance del agregado estrecho M1, lo que redujo aún más su aportación al crecimiento interanual de M3. Los depósitos a plazo —incluidos en el agregado monetario amplio— se beneficiaron de esta evolución y fueron los que más contribuyeron al crecimiento de M3. Además, los niveles más elevados de los tipos de interés también favorecieron los desplazamientos hacia otros instrumentos de M3 que ofrecen una remuneración muy ligada a los tipos de mercado. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La aportación (interanual) de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia siguió disminuyendo como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos en julio de 2022. Al mismo tiempo, las entradas monetarias (mensuales) en la zona del euro procedentes del resto de mundo respaldaron el crecimiento del agregado monetario amplio en diciembre, en un contexto de moderación de los precios de la energía.

Recuadros

1 Riesgos mundiales para el mercado de gas natural de la UE

Jakob Feveile Adolfsen, Marie-Sophie Lappe y Ana-Simona Manu

La guerra rusa contra Ucrania ha reducido el suministro de gas a la UE y ha generado riesgos para el abastecimiento futuro. La cantidad de gas distribuida por Rusia a la UE disminuyó hasta niveles históricamente bajos al final de 2022, situándose en torno al 20 % de los registrados antes del conflicto bélico. La caída de las exportaciones de gas ruso a la UE empezó antes de la guerra y, como resultado, los niveles de almacenamiento de gas ya eran bajos a principios de 2022. La respuesta de la UE consistente en aplicar medidas de ahorro de gas y buscar alternativas de suministro —especialmente mediante el recurso a los mercados de gas natural licuado (GNL)— favoreció la acumulación de gas almacenado durante el verano de 2022. Esas medidas proporcionaron ciertas garantías sobre la seguridad de suministro de gas para este invierno, siempre que las condiciones meteorológicas no sean demasiado adversas. Sin embargo, la UE podría encontrarse con mayores dificultades a la hora de reponer los niveles de almacenamiento de gas antes del invierno de 2023-2024. Concretamente, como el suministro de gas de Rusia ha disminuido, la UE ha tenido que recurrir a los mercados internacionales de GNL. Esta alternativa ha paliado los problemas inmediatos de abastecimiento, pero la consecuencia ha sido que el suministro y los precios del gas en la UE se han vuelto más sensibles a las fluctuaciones de la demanda de energía por parte del resto del mundo, en particular de China. En este recuadro se analizan los posibles riesgos mundiales para el abastecimiento de gas de la UE en 2023 que se derivan de los cambios en el suministro ruso y en la demanda china de gas en un mercado gasístico internacional históricamente tensionado.

Dado que el suministro procedente de Rusia ha disminuido, la UE ha recurrido a los mercados internacionales de GNL. Como resultado, los mercados de gas de la UE y de Asia están cada vez más interconectados. Tradicionalmente, en Asia los precios del gas se han negociado con una prima en relación con la UE, debido a que el continente asiático depende más del GNL para cubrir las fluctuaciones de la demanda de gas, mientras que la UE ha tenido acceso a gas más barato transportado por gasoducto, sobre todo de Rusia (panel a del gráfico A). Esta situación dio un giro después de que Rusia redujese el suministro de este último tipo de gas a la UE y provocase tensiones sin precedentes en el mercado gasístico de la UE. Para sustituir el gas ruso, la demanda de GNL por parte de la UE se ha incrementado en los dos últimos años. Como consecuencia, la correlación entre los precios del gas en la UE y en Asia se ha incrementado considerablemente. Esto se debe a que los compradores de la UE están compitiendo con los asiáticos y, por tanto, han de pagar una prima en relación con los precios de Asia para atraer los cargamentos de GNL necesarios (panel b del gráfico A). La correlación entre los

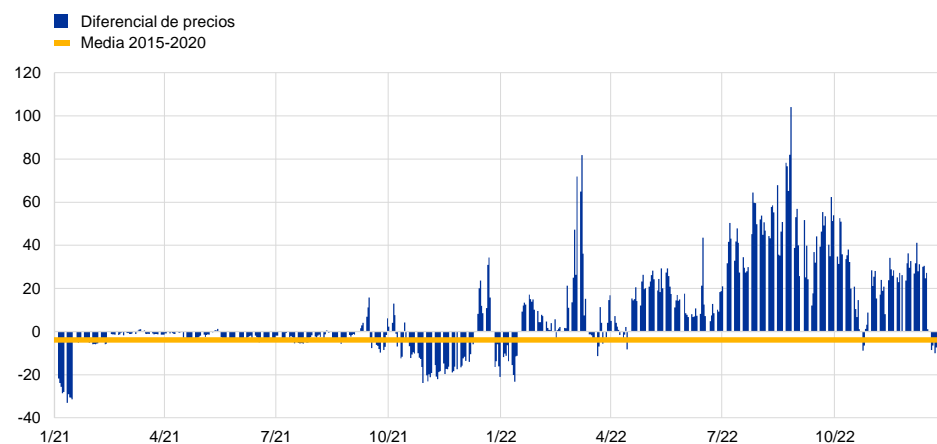
precios de este combustible en la UE y en Estados Unidos ha aumentado en menor medida, porque este país produce la mayor parte del gas natural que consume.

Gráfico A

Diferencial entre los precios del gas en la UE y en Asia y correlación entre los precios del gas

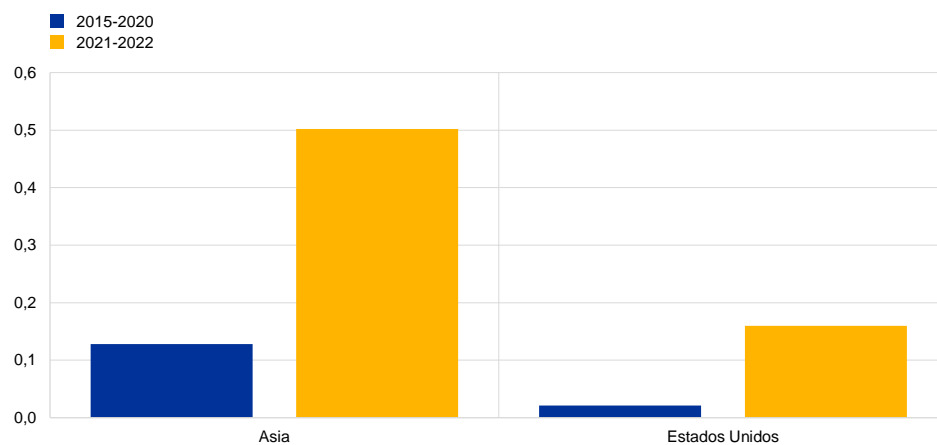
a) Diferencial entre los precios del gas en la UE y en Asia

(EUR/MWh)



b) Correlación de las variaciones de los precios del gas en Asia y en Estados Unidos con las variaciones de los precios del gas en la UE

(coeficiente de correlación)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el diferencial entre los precios a un mes en el mercado TTF y el JKM. El panel b muestra la correlación entre las variaciones diarias de los precios a un mes en el mercado TTF y en el JKM/Henry Hub.

Un repunte de las importaciones de GNL por parte de China podría limitar la capacidad de la UE para garantizar el suministro de gas durante 2023. En 2022 fue posible aumentar las importaciones de gas de la UE, en parte porque se pagaron precios más altos por este combustible, pero también porque la demanda china de GNL registró una caída significativa y fue 22 bcm (miles de millones de metros cúbicos) más baja que en 2021 (panel a del gráfico B). En paralelo al descenso del consumo en otros países y a la expansión de la capacidad mundial de exportación de GNL, sobre todo en Estados Unidos, la UE pudo importar un volumen significativamente más elevado de GNL que el año anterior (panel b del gráfico B). La caída de las importaciones de GNL de China en 2022 interrumpió una

década de incrementos de la demanda de gas por parte de este país. En parte, el desplome del consumo de gas puede reflejar la decisión de China de optar por generar más energía en centrales de carbón en un contexto de preocupación por la seguridad energética. Sin embargo, el principal determinante fue la reducción del consumo de gas en el sector industrial¹, que se vio muy perjudicado por los confinamientos durante 2022. China abandonó su política de COVID cero al final de 2022 y, como consecuencia, el aumento de la actividad económica impulsará probablemente el repunte de la demanda de GNL, lo que añadiría presiones significativas sobre el mercado internacional de este combustible, habida cuenta de que es improbable que se registre un incremento sustancial de la capacidad exportadora de GNL hasta 2025². Esto podría limitar la capacidad de la UE para atraer importaciones de GNL, sobre todo porque China tiene derecho a decidir si compra un volumen acordado previamente de gas natural licuado que representa una proporción sustancial de los cargamentos mundiales de este combustible³.

¹ El sector industrial representó más de la mitad del consumo de gas de China en 2019.

² Se tardan, en promedio, cinco años en establecer una nueva terminal de exportación de GNL. Por lo tanto, no se espera que los nuevos proyectos de inversión impulsados por los elevados niveles actuales de los precios del gas afecten a la capacidad exportadora mundial hasta más adelante.

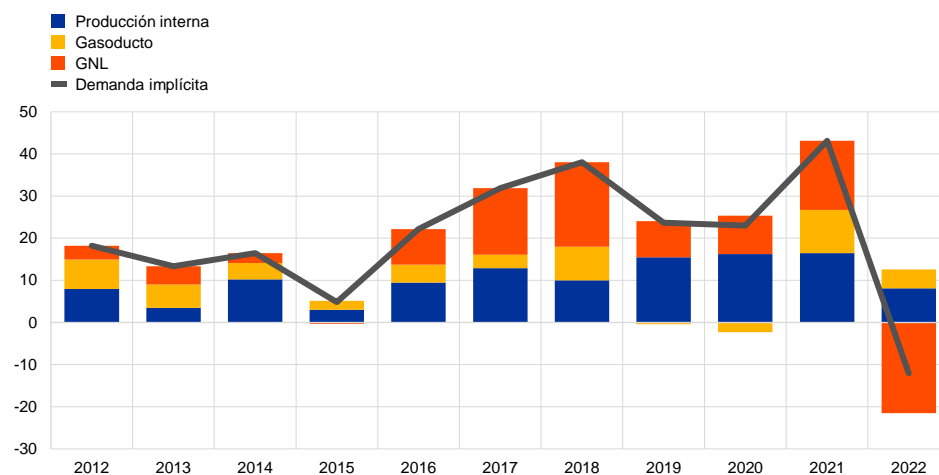
³ Según la Agencia Internacional de la Energía, en 2023, China incrementó su volumen de importaciones de GNL acordado previamente hasta los 100 bcm, que equivale al 19 % de las importaciones mundiales de este combustible.

Gráfico B

Variaciones de la demanda china de gas y de las importaciones mundiales de GNL

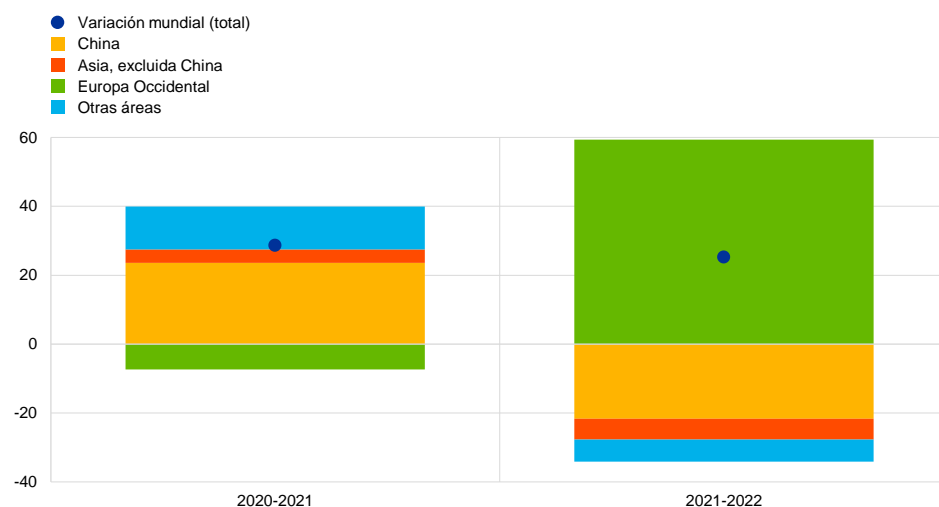
a) Variaciones anuales de la demanda china de gas

(bcm)



b) Variación anual de las importaciones mundiales de GNL

(bcm)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: En el panel b, «Europa Occidental» incluye Bélgica, Finlandia, Francia, Gibraltar, Grecia, Italia, Malta, Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia y Reino Unido.

Los riesgos que plantea un repunte de la demanda energética china y una paralización total de las exportaciones de gas ruso a la UE se reflejan en dos escenarios ilustrativos para 2023. Por el lado del suministro, en un escenario favorable se parte del supuesto de que los flujos de gas ruso a la UE se mantienen en los niveles actuales. Como el abastecimiento de gas ruso se redujo considerablemente durante 2022, Rusia distribuiría, en promedio, unos 40 bcm de gas menos en 2023 que el año anterior. También se establece el supuesto de que la UE se asegurará para sí la mayor parte de la expansión de la capacidad mundial de GNL. En un escenario adverso se contempla que Rusia no enviará gas por gasoducto a la UE y que la demanda china de energía repuntará, lo que limitaría la capacidad de la UE de asegurarse importaciones de GNL adicionales. Por el lado de

la demanda, en los dos escenarios se supone que las medidas de ahorro de gas aplicadas actualmente en toda la UE, que de momento solo están vigentes hasta marzo de 2023, se prorrogarán hasta el final de 2023. También se presupone que la UE continuará exigiendo la reposición de las existencias de gas hasta alcanzar un 90 % de la capacidad antes del próximo invierno⁴.

La seguridad de suministro de gas en la UE sigue siendo vulnerable a los riesgos de abastecimiento a escala global y a las variaciones de la demanda (gráfico C). En el escenario favorable, el mercado de gas natural de la UE estaría, en general, equilibrado, mientras que, en el escenario adverso, el déficit de gas podría representar alrededor del 9 % del consumo de gas anual de la UE. Este déficit podría reducirse hasta el 4 % si la demanda china de GNL permanece sin cambios en los niveles de 2022, o hasta el 2 % si solo se materializan los riesgos para las exportaciones de gas ruso. La insuficiencia de gas podría solucionarse, probablemente, sustituyendo este combustible por otras fuentes de energía, aumentando la eficiencia energética y llevando a cabo una reducción moderada de las existencias⁵. No obstante, la seguridad de suministro de gas en la UE en 2023 seguiría siendo vulnerable a disrupciones adicionales en el abastecimiento de este combustible o a cambios en la demanda. Aunque la UE ha reducido notablemente su dependencia de gas ruso, se ha vuelto mucho más sensible a las fluctuaciones de la demanda de energía por parte del resto del mundo, en particular de China.

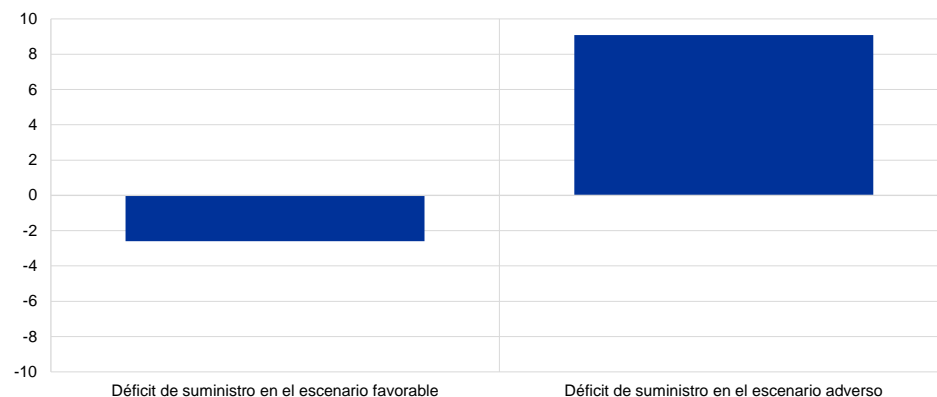
⁴ A diferencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, los escenarios utilizados en este recuadro son parciales porque no están integrados en el análisis más amplio de la zona del euro, sino que se centran en la interacción entre la evolución económica y la demanda de gas en China. El escenario bajista del ejercicio de proyecciones del Eurosistema citado sí contempla este análisis más amplio y se centra en los riesgos para el balance de gas de la zona del euro. Véase el recuadro titulado «[Escenario bajista relacionado con los cortes del suministro energético](#)» en [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema \(diciembre de 2022\)](#). El escenario de las proyecciones contempla que los países de la zona del euro no podrán alcanzar en noviembre de 2023 el objetivo del 90 % establecido por la UE para las existencias de gas. En cambio, en este recuadro no se establece el supuesto de un agotamiento rápido de las existencias de gas como consecuencia de temperaturas frías. Esto se debe a que la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de diciembre de 2022 fue finales de noviembre de 2022, mientras que las actuales temperaturas más cálidas de lo normal implican menores riesgos para la seguridad de suministro de gas en la UE en 2023.

⁵ Véase el informe publicado recientemente por la Agencia Internacional de la Energía titulado «[How to Avoid Gas Shortages in the European Union in 2023](#)».

Gráfico C

Dos posibles trayectorias para el déficit de suministro de gas natural en la UE

(en términos porcentuales respecto al consumo previsto para 2023)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv y cálculos del BCE.

Nota: Los supuestos relativos al consumo, la producción, las exportaciones y las importaciones de gas se basan en la evolución reciente, el plan de ahorro de gas de la UE y el objetivo de almacenamiento de gas establecido por la UE para el final de octubre de 2023.

El reto que supondrá para la UE garantizar un abastecimiento de gas suficiente en 2023 también dependerá de las condiciones meteorológicas y de la progresiva disminución de las existencias de gas en lo que queda del invierno de 2022-2023. En este invierno, los Estados miembros de la UE han ahorrado más gas que el contemplado en el plan de ahorro de gas de la UE, en parte debido a las temperaturas más cálidas que en otros años. Como resultado, los niveles de gas almacenado se han mantenido altos y las perspectivas para el suministro de gas han mejorado en comparación con las expectativas antes de que comenzase la temporada de calefacción. No obstante, si las temperaturas caen drásticamente o si se produce una ola de frío prolongada en los próximos meses, las existencias de gas podrían agotarse con mayor rapidez de lo supuesto en el análisis descrito en este recuadro, lo que dejaría a los mercados de gas de la UE en una situación más vulnerable. Al mismo tiempo, las temperaturas cálidas durante los meses de invierno podrían situar a la UE en mejores condiciones para resistir las dificultades en 2023, mientras que, si suben las temperaturas en los meses de verano, aumentará la demanda de gas para generar electricidad como consecuencia de la mayor necesidad de utilizar aire acondicionado.

¿Cómo ha afectado la subida de los precios de la energía a la producción industrial y a las importaciones?

Francesco Chiacchio, Roberto A. De Santis, Vanessa Gunnella y Laura Lebastard

En este recuadro se analiza cómo ha afectado la subida de los precios energéticos desde otoño de 2021 a la producción industrial y a las importaciones reales de la zona del euro en términos agregados.

En otoño de 2021, el suministro de gas de Rusia a la Unión Europea (UE) se redujo significativamente, lo que contribuyó a la lenta reposición de las existencias de este combustible en Europa antes de la llegada del invierno. Entre septiembre de 2021 y octubre de 2022, los componentes de energía de los precios de consumo y de producción en la zona del euro se incrementaron, en promedio, en un 49,5 % y un 93,4 %, respectivamente. En el mismo período, en la zona del euro, la producción industrial excluida la construcción y las importaciones reales excluida la energía registraron incrementos respectivos del 2,3 % y del 10,3 %. Este recuadro muestra que las perturbaciones adversas en el suministro de energía se han visto compensadas por la relajación simultánea de los cuellos de botella en la oferta, la reducción asociada de los pedidos acumulados y la recuperación de la demanda favorecida por los efectos de la reapertura tras la pandemia de coronavirus (COVID-19). Existen indicios de que las importaciones, particularmente las de bienes intermedios, sustituyeron, en parte, la producción interna de manufacturas en los sectores más intensivos en energía, al ser relativamente baratas en comparación con la producción interna.

Una descomposición de bienes de alto y de bajo consumo energético muestra que, mientras que la producción interna de bienes muy intensivos en energía se debilitó a partir del segundo trimestre de 2022, las importaciones de esos bienes repuntaron y posteriormente se estabilizaron al final del año. Esta evolución es acorde con la expectativa de que las perturbaciones adversas en el suministro de energía incrementan los costes de producción, lo que puede provocar una caída de la producción y un aumento de las importaciones procedentes de países menos dependientes de la producción mundial de energía. La producción de manufacturas con uso intensivo de energía en la zona del euro comenzó a descender a mediados de 2022 (panel a del gráfico A), mientras que las importaciones de esos bienes de fuera de la zona empezaron a aumentar alrededor de un año antes (panel b del gráfico A)¹. Los países de la zona del euro importaron más en sectores relativamente más expuestos a las subidas de los precios de la energía de socios comerciales menos afectados por la perturbación de esos precios. Por ejemplo, en Alemania, la industria química habría comenzado a importar

¹ La intensidad energética se calcula para cada sector en cada país como la energía utilizada como insumo (directo e indirecto) en porcentaje de los insumos totales, utilizando la base de datos de las tablas *input-output* de la OCDE. Véase el recuadro titulado «[Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

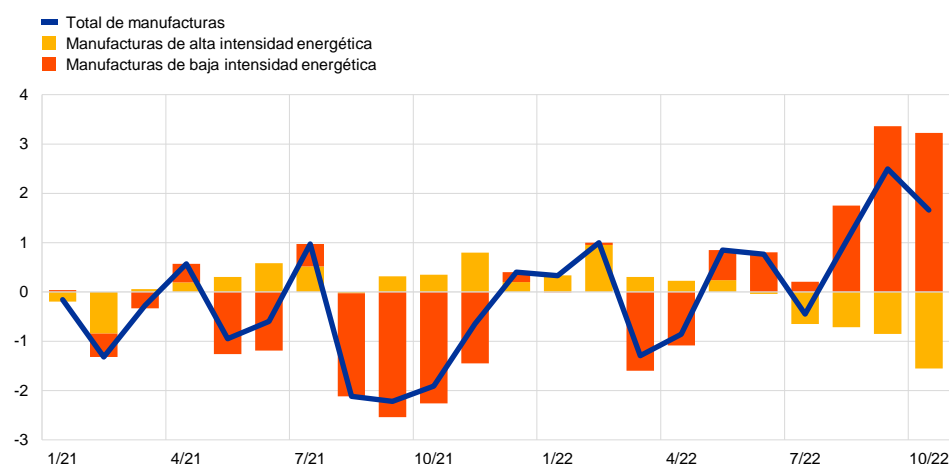
amoníaco a mediados de 2022 en lugar de producirlo, debido al elevado volumen de gas necesario para su producción.

Gráfico A

Producción industrial e importaciones de la zona del euro

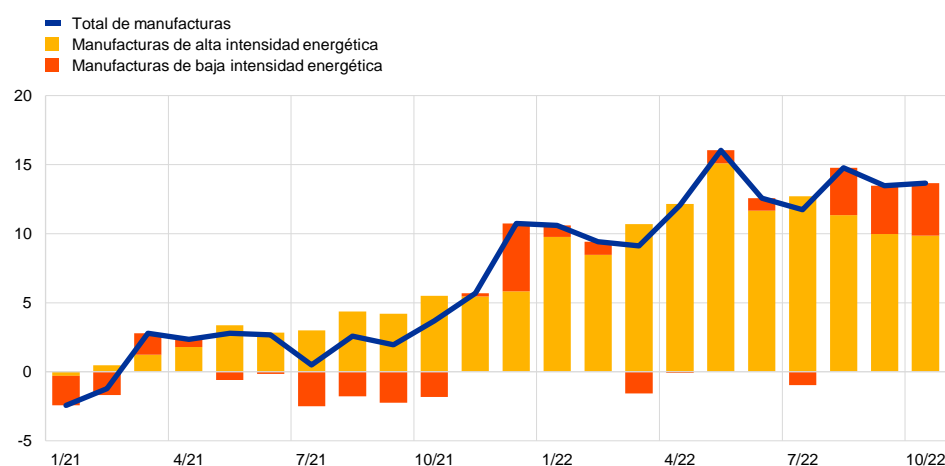
a) Producción industrial manufacturera, por rama

(tasas de variación de la producción industrial y contribuciones en puntos porcentuales en relación con enero de 2020)



b) Importaciones reales de manufacturas, por rama

(tasas de variación de las importaciones reales y contribuciones en puntos porcentuales en relación con enero de 2020)



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

Notas: Los datos están desestacionalizados. Los índices de producción industrial de sectores individuales se agregan con ponderaciones del valor añadido. Las importaciones se calculan a partir de índices de volumen de importaciones de bienes manufacturados y cuotas de importación a nivel sectorial. Los sectores de baja (alta) intensidad energética son aquellos con una intensidad energética más baja (más alta) que la del sector mediano. La intensidad energética se calcula como los insumos energéticos (directos e indirectos) en porcentaje de los insumos totales. Las ramas de manufacturas intensivas en energía identificadas son: industrias de la alimentación, bebidas y tabaco; industria de la madera y del corcho (excepto muebles); industria del papel, así como reproducción de soportes grabados; industria química; fabricación de productos de caucho; fabricación de otros productos minerales no metálicos, y metalurgia y fabricación de productos metálicos. La rama de coquerías y refino de petróleo se excluye porque forma parte del grupo de industria energética. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

Además de los costes de la energía, factores tales como la recuperación de la demanda, la disminución de las disrupciones en las cadenas de suministro y el aumento resultante de la competencia en las importaciones han desempeñado un papel fundamental en la dinámica de la producción interna y de las importaciones desde mediados de 2022. La subida de los precios energéticos no fue la única causa del acusado incremento de las importaciones

reales. Concretamente, las disrupciones en las cadenas de suministro disminuyeron, gracias a la mejora logística en la actividad mundial de los buques portacontenedores y a la relajación de las medidas de confinamiento derivadas de la pandemia en algunos países asiáticos que exportan bienes intermedios². Por ejemplo, en la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey* o CTS, por sus siglas en inglés) del BCE, las sociedades no financieras que operan en los sectores químico y metalúrgico indicaron un aumento de la competencia en las importaciones tras la reciente disminución de las alteraciones en la logística y los precios de los fletes a escala mundial. La reducción de las disrupciones en las cadenas de suministro ha sido un factor determinante de la resiliencia de la producción industrial, así como del aumento de las importaciones en términos reales. El incremento de la producción en sectores con intensidad energética más baja (panel a del gráfico A) sugiere que la recuperación de la demanda y la relajación de los cuellos de botella en la oferta respaldaron la producción y las importaciones en 2022. Al mismo tiempo, los sectores de producción intensivos en energía tuvieron que afrontar costes energéticos mucho más elevados en 2022, lo que explica la caída de la producción.

El análisis empírico confirma que los problemas de suministro de energía y los cuellos de botella en los procesos de producción desempeñaron un papel fundamental en la evolución de la producción industrial y de las importaciones reales (excluida la energía) en 2022, en términos agregados.

En este recuadro se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para cuantificar el papel relativo de las perturbaciones asociadas a la energía y a la competencia exterior en comparación con otras perturbaciones importantes, como las relacionadas con la demanda, con las disrupciones en las cadenas de suministro y con otros factores de inflación de costes. En el análisis se utiliza el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), la producción industrial (excluida la construcción), el componente de plazos de entrega de los proveedores del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), el componente de energía del IAPC y las importaciones reales de bienes, excluida la energía. Una perturbación asociada a la competencia exterior se define aquí como un *shock* que aumenta las importaciones reales y reduce la producción interna y los precios. Según el modelo, en términos agregados, la producción industrial reacciona de forma rápida y negativa a los *shocks* energéticos, mientras que se produce un impacto positivo marginal en las importaciones reales, excluida la energía, a corto plazo. Los resultados sugieren que las perturbaciones adversas en el suministro de energía redujeron la producción industrial en torno al 2 % entre septiembre de 2021 y el mismo mes de 2022 (panel a del gráfico B). Este descenso se vio parcialmente compensado por las importaciones de bienes no energéticos más baratos, que

² Para un análisis detallado de estos factores y de su impacto económico, véanse P. R. Lane, «[Bottlenecks and monetary policy](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de febrero de 2022, y los recuadros titulados «[Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2022; «[¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «[La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021; «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y «[Las causas de las disrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

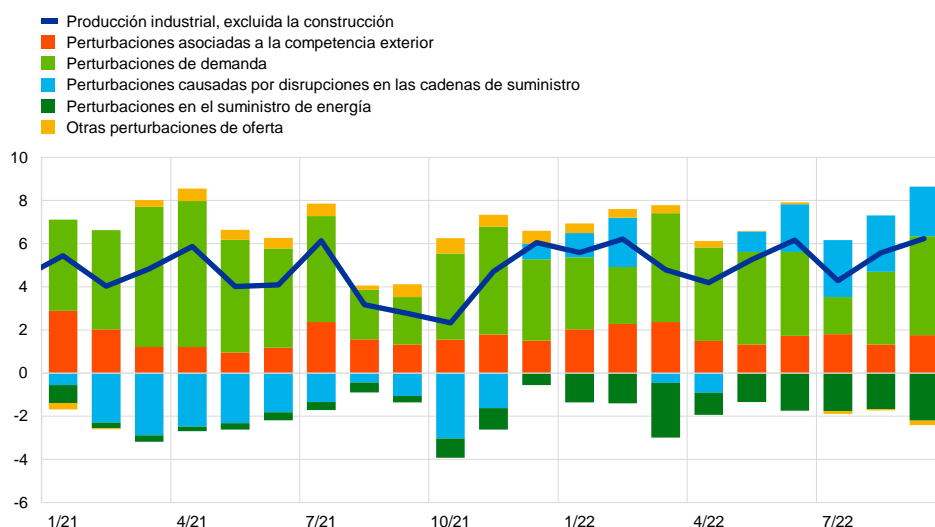
registraron un incremento del 1,4 % como consecuencia de la perturbación relacionada con la energía durante el mismo período (panel b del gráfico B). En cambio, el impacto a la baja de las disrupciones en las cadenas de suministro sobre la producción industrial disminuyó considerablemente en la primera mitad de 2022, y el consiguiente alivio de los cuellos de botella contribuyó de manera positiva y acusada a la expansión de la producción y al aumento de las importaciones reales en el segundo semestre de 2022. Factores de demanda, impulsados por el deseo de los hogares de expandir su consumo después de que las restricciones derivada de la pandemia se atenuaran, también favorecieron la producción industrial y las importaciones en 2022.

Gráfico B

Contribución de los factores a la producción industrial y a las importaciones reales (excluida la energía) de la zona del euro en términos agregados

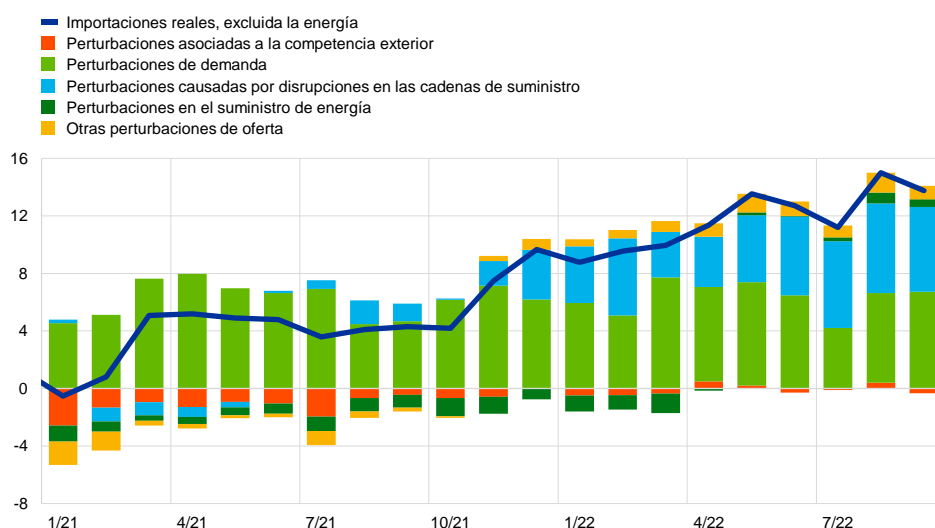
a) Producción industrial, excluida la construcción, de la zona del euro

(desviación porcentual con respecto al escenario de referencia, datos acumulados entre octubre de 2020 y septiembre de 2022)



b) Importaciones reales de manufacturas (excluida la energía) de la zona del euro

(desviación porcentual con respecto al escenario de referencia, datos acumulados entre octubre de 2020 y septiembre de 2022)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

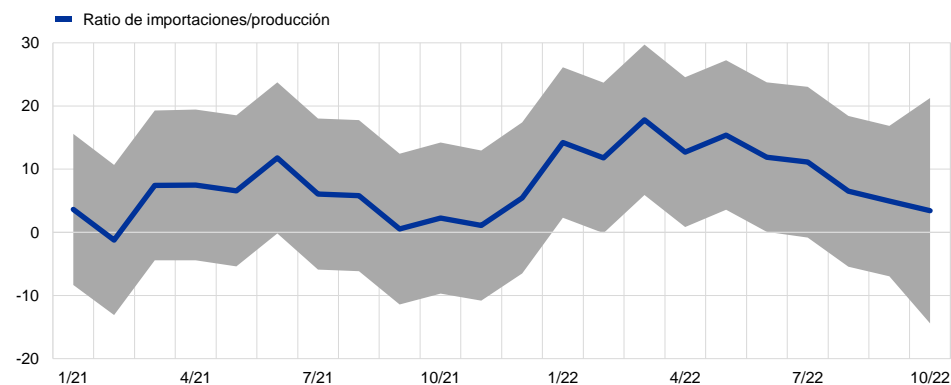
Notas: El modelo se basa en datos agregados de la zona del euro entre enero de 1999 y septiembre de 2022, y las perturbaciones se identifican usando el método empleado en J. Antolín-Díaz y J. F. Rubio-Ramírez, «Narrative Sign Restrictions for SVARs», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 10, octubre de 2018, pp. 2802-2829, pero con restricciones de signo sobre las contribuciones como en R. A. De Santis y W. Van der Veken, «Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation», *Working Paper Series*, n.º 2727, BCE, septiembre de 2022. Se suponen las siguientes restricciones de signo en el momento del impacto: las perturbaciones de demanda implican IAPC (+), componente energético del IAPC (+), producción industrial (+), importaciones reales (+) y plazos de entrega de los proveedores del PMI (-); las perturbaciones en el suministro de energía suponen IAPC (+), componente energético del IAPC (+), producción industrial (-) y plazos de entrega de los proveedores del PMI (-); las perturbaciones causadas por disrupciones en las cadenas de suministro implican IAPC (+), producción industrial (-) y plazos de entrega de los proveedores del PMI (-); otras perturbaciones de oferta suponen IAPC (+) y producción industrial (-); las perturbaciones asociadas a la competencia exterior implican IAPC (+), producción industrial (-) e importaciones reales (+). Se supone la siguiente narrativa para las restricciones de signo: la mayor contribución a los errores de predicción del indicador de plazos de entrega de los proveedores del PMI en abril de 2020 se atribuye a las perturbaciones causadas por disrupciones en las cadenas de suministro; la mayor contribución a los errores de predicción del componente energético del IAPC en octubre y noviembre de 2021 se atribuye a las perturbaciones en el suministro de energía. También se parte del supuesto de que las perturbaciones de demanda tienen un signo negativo en marzo y en abril de 2020. La producción y las importaciones reales representan cifras totales de la zona del euro, que incluyen sectores de alta y de baja intensidad energética.

El análisis sectorial muestra que los productores de sectores intensivos en energía empezaron a sustituir su producción propia por importaciones más baratas a principios de 2022. Estos productores han reducido su producción y la han reemplazado por importaciones desde el inicio de 2022, que coincide, en general, con el comienzo de la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, en promedio, este efecto dejó de notarse en otoño de 2022 (gráfico C), aunque de forma dispar en los distintos sectores³. Esta evolución no se debe a perturbaciones favorables en el suministro de energía al final del período considerado, dado que los precios energéticos siguieron subiendo hasta octubre de 2022, sino a la respuesta de las variables a los *shocks* energéticos a medio plazo. Estas conclusiones están en consonancia con los resultados obtenidos con el SVAR, según los cuales, pese a que las perturbaciones asociadas a la energía tienen efectos más acusados en la producción industrial que en las importaciones de bienes no energéticos en términos agregados a corto plazo, los efectos son similares a medio plazo. En 2022, la ratio de importaciones/producción en los sectores intensivos en energía aumentó, en promedio, un 11 % en comparación con los sectores de baja intensidad energética, como consecuencia de la subida de los precios de producción de la energía. El aumento de los costes de producción interna asociado al encarecimiento de la energía parece explicar la sustitución por importaciones más baratas.

Gráfico C

Ratio de importaciones/producción industrial de sectores intensivos en energía a lo largo del tiempo

(diferencia porcentual con respecto a sectores de baja intensidad energética)



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

Notas: 19 países de la zona del euro y 21 sectores, excluida la energía. Estudio de eventos en el que se compara la ratio de importaciones/producción de sectores de alta intensidad energética (grupo de tratamiento) con los de baja intensidad energética (grupo de control). El mes de referencia es enero de 2019. La zona de color gris representa intervalos de significatividad al 95 %. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

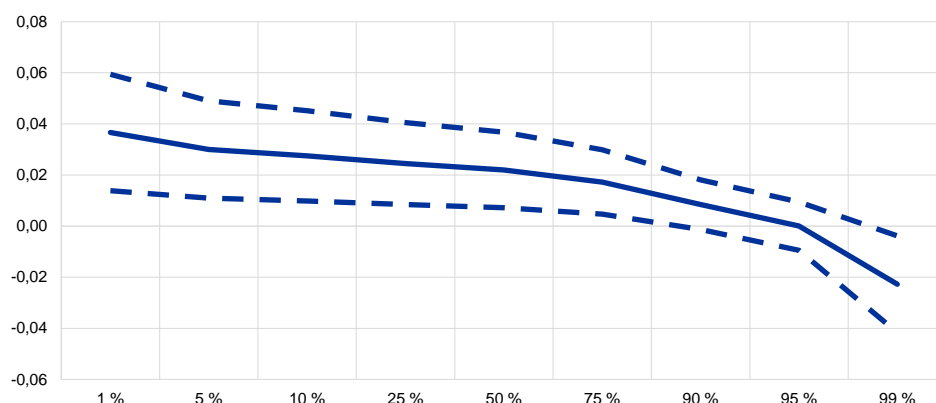
³ El gráfico C muestra la β_j estimada que se ha calculado utilizando la siguiente especificación econométrica: $\ln\left(\frac{imports}{IP}\right)_{sct} = \sum_{j=1}^{42} \beta_j I[j = t] * HighIntensiveSector_{sc} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct}$, donde la variable dependiente es el logaritmo natural de la ratio de importaciones/producción. El grupo de tratamiento (control) incluye todos los sectores que se sitúan por encima (por debajo) de la mediana en términos de intensidad energética (directa e indirecta) en el proceso de producción. En el modelo econométrico se controla por la ratio media de importaciones/producción del sector en cada país utilizando efectos fijos de país-sector y por las perturbaciones específicas de cada país empleando efectos fijos de país-mes. La base de datos incluye 21 sectores manufactureros (excluida la energía) y 19 países de la zona del euro.

La evidencia econométrica confirma que las importaciones tienden a sustituir la producción interna cuando los costes de la energía son elevados. Un análisis sectorial sugiere que el crecimiento de la producción manufacturera en la zona del euro suele disminuir en relación con el crecimiento de las importaciones si los costes energéticos son altos⁴. Esto indica que las importaciones sustituyeron, en parte, la producción interna en sectores donde estos costes aumentaron. Si se utiliza esta estimación y la distribución empírica por percentiles según su índice de costes energéticos respectivo, se observa que los sectores que experimentan la mayor correlación negativa entre la producción y las importaciones son los más intensivos en energía — por ejemplo, actividades extractivas de minerales no energéticos, industria química, productos minerales no metálicos, metalurgia e industria del papel (gráfico D)—, particularmente desde mediados de 2021, cuando los costes de la energía registraron incrementos sin precedentes.

Gráfico D

Efectos marginales de las importaciones sobre la producción de sectores con distinta intensidad energética (cuanto más alto es el percentil, mayor es la intensidad energética)

(eje de abscisas: percentil de aumento de costes de la energía; eje de ordenadas: coeficiente de correlación)



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

Notas: Resultados de una regresión de panel con sectores a dos dígitos en los países de la zona del euro, donde el crecimiento del volumen de producción se regresa sobre sus retardos, el nivel sector-país contemporáneo y retardos del crecimiento de las importaciones, un índice de costes energéticos (variación de los precios de la energía a nivel país multiplicada por la intensidad energética a nivel sector-país), su interacción con el crecimiento de las importaciones y un conjunto de efectos fijos (país-sector y país-tiempo). Las líneas discontinuas representan intervalos de significatividad al 95 %.

La sustitución por importaciones supone una pérdida neta de producción interna de bienes intermedios, pero contribuye a mantener la producción de productos finales gracias a los insumos más baratos. Importar productos finales en lugar de producirlos internamente debería tener un efecto negativo sobre las exportaciones netas y el valor añadido. Sin embargo, la importación de bienes intermedios ayuda a las empresas a continuar produciendo productos finales

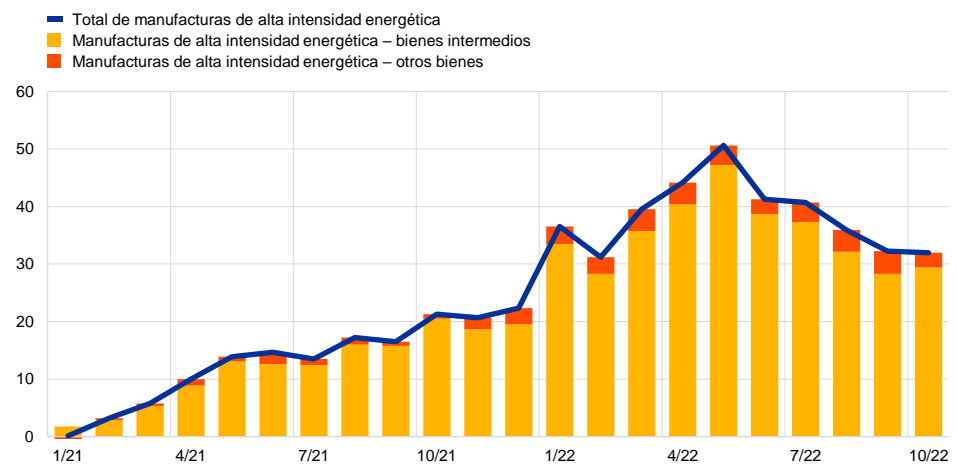
⁴ El crecimiento del volumen de producción se regresa sobre sus retardos, el nivel sector-país contemporáneo y retardos del crecimiento de las importaciones, un índice de costes energéticos (variación de los precios de la energía a nivel país multiplicada por la intensidad energética a nivel sector-país), su interacción y un conjunto de efectos fijos (país-sector y país-tiempo). Los resultados son robustos cuando se usan conjuntos alternativos de efectos fijos, como tiempo y país-sector, país-tiempo y sector-tiempo, y cuando se incluyen aproximaciones (*proxies*) para la demanda a nivel país (por ejemplo, las expectativas de producción de la Comisión Europea y las series de pedidos del PMI) y precios relativos de las importaciones y la producción. El panel incluye 22 sectores en cada uno de los 19 países de la zona del euro entre enero de 2015 y septiembre de 2022.

internamente y, por tanto, limita el impacto negativo de la subida de los precios de la energía. El efecto neto en la actividad económica de la zona del euro depende del tipo de bienes sustituidos: finales o intermedios. Cuanto más cerca del consumidor final (más *downstream*) se sitúen los productos importados, mayor será probablemente la pérdida de actividad económica porque una parte mayor de la producción de bienes se traslada al extranjero. El gráfico E muestra que la evolución de las importaciones intensivas en energía en los sectores de alta intensidad energética estuvo impulsada, principalmente, por los productos intermedios, lo que sugiere que la sustitución por importaciones contribuyó a la resiliencia de la producción interna.

Gráfico E

Importaciones de manufacturas de alta intensidad energética, por tipo de producto

(tasas de variación de las importaciones reales y contribuciones en puntos porcentuales en relación con enero de 2020)



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

Notas: Los datos están desestacionalizados. Las importaciones se calculan a partir de índices de volumen de importaciones de bienes manufacturados y cuotas de importación a nivel sectorial. Los sectores de baja (alta) intensidad energética son aquellos con una intensidad energética más baja (más alta) que la del sector mediano. La intensidad energética se calcula como los insumos energéticos (directos e indirectos) en porcentaje de los insumos totales. Las ramas de manufacturas intensivas en energía identificadas son: industrias de la alimentación, bebidas y tabaco; industria de la madera y del corcho (excepto muebles); industria del papel, así como reproducción de soportes grabados; industria química; fabricación de productos de caucho; fabricación de otros productos minerales no metálicos, y metalurgia y fabricación de productos metálicos. La rama de coquerías y refino de petróleo se excluye porque forma parte del grupo de industria energética. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

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

Catherine Elding, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova y Sara Romaniega Sancho

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 73 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 4 y el 12 de enero de 2023¹.

En términos agregados, los contactos señalaron que la actividad prácticamente se había estancado o se había contraído levemente en el cuarto trimestre, aunque con diferencias notables entre los distintos sectores. Hubo muchas referencias a una contracción de los pedidos y de las ventas relacionada con la moderación del gasto de los hogares y con un ajuste de las existencias al final del año inusualmente elevado. Sin embargo, se citaron otros factores que apoyaban el crecimiento sostenido en muchos sectores, como la disminución de las restricciones de oferta y la persistencia de efectos de recuperación.

La mayoría de los contactos del sector industrial indicó que la actividad estaba disminuyendo, como consecuencia de la reducción de la demanda de muchos bienes de consumo duradero, el descenso de la producción de la construcción y el ajuste de las existencias. La demanda de productos de electrónica de consumo y de muchos artículos del hogar estaba cayendo tanto por la subida de los precios (que mermaba el presupuesto de los hogares) como por el hecho de que la adquisición de este tipo de bienes a menudo se había adelantado durante la pandemia. La actividad de la construcción (sobre todo de edificios residenciales) cada vez se estaba viendo más afectada por el descenso de la demanda provocado por el aumento de los costes de los insumos y de los tipos de interés. Entretanto, la reducción de las existencias al final de año fue mayor de lo normal, debido en parte al encarecimiento del capital circulante como consecuencia del nivel elevado de los precios, pero también a que la disrupción de oferta registrada con anterioridad hizo que las empresas acumularan más existencias de lo habitual. La moderación de la demanda de consumo en algunos sectores, unida al ajuste de las existencias, dio lugar a una contracción particularmente acusada de la demanda de muchos bienes intermedios, así como de servicios relacionados con el transporte y el almacenamiento de bienes, en los que se pasó rápidamente de una situación de escasez a otra de exceso de capacidad.

En cambio, la demanda de muchos bienes de consumo no duradero y de servicios mostró mayor capacidad de resistencia, mientras que la disminución de las restricciones de oferta favoreció la producción de automóviles y de bienes de inversión. Los contactos de los sectores de bienes de consumo y de comercio minorista apuntaron a la evidencia generalizada de un cambio en los hábitos de consumo de los consumidores en favor de artículos menos caros. Con

¹ Para más información 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.

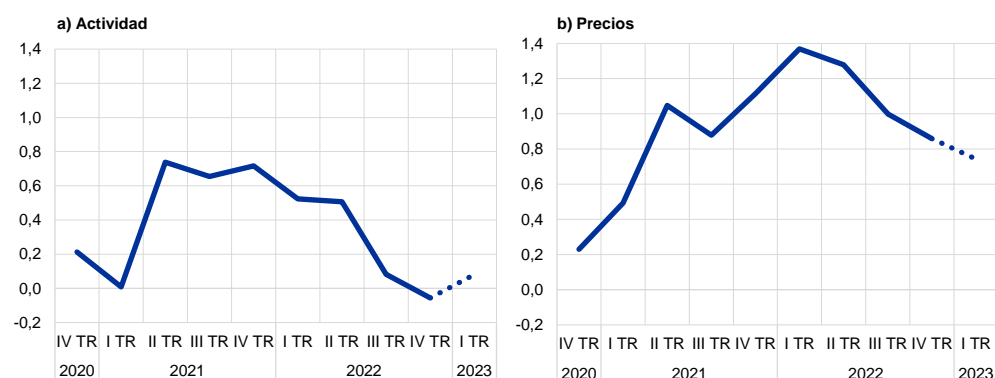
todo, también señalaron que los que disponían de dinero estaban dispuestos a gastarlo, como quedó reflejado en el hecho de que las ventas de fin de año fueran buenas o mejores de lo esperado. La demanda de bienes de lujo fue especialmente vigorosa, al tiempo que el transporte aéreo de pasajeros se siguió recuperando durante el período navideño. Entretanto, la actividad en los sectores de la automoción y de bienes de equipo siguió caracterizándose por abultadas carteras de pedidos pendientes y niveles de producción que aún estaban condicionados por restricciones de oferta (asociadas a los problemas de abastecimiento de semiconductores y componentes relacionados) que disminuían solo gradualmente. En consonancia con esta evolución, la mayoría de los contactos indicó que los niveles de inversión previstos por sus empresas para 2023 eran similares o superiores a los registrados en 2022. Esto se debía en parte a la necesidad de que la inversión recuperara los niveles previos tras los recortes efectuados en 2020-2021, así como a la fortaleza de algunos factores determinantes a medio plazo, como la digitalización, la transición energética y los esfuerzos por reforzar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro.

Las perspectivas de la actividad a corto plazo se mantenían contenidas, y las relativas a 2023 eran muy inciertas, pero había aumentado la esperanza de que se produjera una recuperación a lo largo del año. Los motivos que invitaban a un optimismo algo mayor fueron la caída reciente de los precios energéticos y los altos niveles de almacenamiento de gas (que redujeron la preocupación por la escasez de energía). Este clima reflejaba también el hecho de que la fortaleza sostenida del empleo, la subida de los salarios y el apoyo público, junto con los signos incipientes de moderación de la inflación, detendrían la caída de la renta real disponible. Asimismo, el final de la política de COVID cero de China probablemente daría un impulso adicional a la demanda mundial a partir de la primavera.

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.

Se apreció una mayor cautela en relación con las intenciones de contratación y una disminución de la escasez de determinada mano de obra, pero ningún cambio brusco en las condiciones del mercado laboral. Muchos contactos señalaron que sus empresas estaban examinando sus decisiones de contratación con más detenimiento, y que habían pospuesto o reducido las nuevas contrataciones, pero prácticamente no hubo ninguna indicación de que se fueran a producir despidos importantes. En su lugar, las empresas se estaban centrando en mejorar la productividad de la plantilla existente y eran reacias a prescindir de trabajadores cualificados que serían necesarios en el futuro. Las agencias de empleo observaron una menor demanda de personal temporal, pero una mayor capacidad de resistencia de los contratos indefinidos. Por otro lado, hubo un número menor de referencias a la escasez de mano de obra, que parecía estar disminuyendo en algunos sectores.

Los precios de venta siguieron subiendo en términos agregados, pero a un ritmo más moderado y con mayor disparidad entre sectores y unas perspectivas más inciertas. En la mayoría de los sectores, los precios habían seguido aumentando en el cuarto trimestre de 2022 (o su tendencia subyacente aún se mantenía al alza), y se habían aplicado, se habían previsto o se tratarían de implementar nuevas subidas en el primer trimestre de 2023. El ritmo de crecimiento de los precios continuó siendo especialmente intenso en el sector minorista de alimentación y en la industria agroalimentaria. Los precios de muchos bienes de consumo y de equipo y de la mayoría de los servicios también mantuvieron su dinamismo, porque la traslación de las presiones de costes anteriores o en curso (que se estaban debiendo, en particular, a los salarios) requirió que se elevaran los precios para mantener los márgenes, mientras que en algunos casos las subidas se produjeron de forma automática a través de las cláusulas de indexación. Los contactos también señalaron presiones al alza sobre los precios del alquiler de vivienda, ya que, en muchos países, el mercado estaba cada vez más tensionado o existían cláusulas de indexación. Los precios de venta habían empezado a descender (partiendo de niveles muy altos) en los últimos meses en algunos sectores, como la energía y muchas ramas del sector de bienes intermedios (acero, productos químicos, papel etc.). En el sector del transporte, las tarifas *spot* de flete (de transporte de mercancías y contenedores) experimentaron una brusca caída, aunque estas tarifas no reflejaron los precios de los contratos a largo plazo en los que se basaba la mayor parte de la actividad.

Muchas empresas habían adoptado estrategias de precios más dinámicas en 2022 e indicaron que estos seguirían revisándose con mayor frecuencia de lo habitual en 2023. Sin embargo, la probabilidad real de que elevaran los precios dependería de la evolución —cada vez más incierta— de los costes de los insumos y (de la sensibilidad a los precios) de la demanda. Pese a la mayor presión de los costes salariales y una incertidumbre muy elevada sobre la senda futura de los precios energéticos, la mayoría de los contactos esperaba que los precios crecieran menos en 2023 que en 2022.

El avance de los salarios pasó a ser el principal motivo de preocupación en relación con los costes, aunque las expectativas sobre los salarios se

mantuvieron sin variación con respecto a la encuesta anterior. La mayoría de contactos esperaba que los salarios registraran un crecimiento mayor en 2023 que en 2022. Basándose en una media simple de los puntos medios de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos estimaban que el salario medio había crecido en torno al 3,5 % en 2022, mientras que anticipaban un avance de alrededor del 5 % en 2023. Algunos expresaron su preocupación por el hecho de que, a diferencia del aumento de los precios de la energía o de las materias primas, los incrementos salariales eran permanentes y, por lo tanto, tendrían efectos más duraderos. Otros, sin embargo, comentaron que las subidas de los salarios eran inferiores a las tasas de inflación, por lo que eran insuficientes para provocar una espiral de salarios y precios.

António Dias da Silva, Dimitris Georgarakos y Marco Weißler

Los patrones de teletrabajo han cambiado significativamente desde el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y apuntan a la persistencia de una mayor preferencia por el trabajo en remoto. El teletrabajo no estaba especialmente extendido en la zona del euro antes del comienzo de la pandemia en marzo de 2020. Según datos de Eurostat, el 85 % de los trabajadores nunca habían trabajado desde casa en 2019, lo que representa un ligero descenso con respecto al año 2000 (92 %)¹. La perturbación del COVID-19 dio lugar a un aumento repentino de la demanda de políticas de teletrabajo que permitieran trabajar desde casa a la mayoría de los trabajadores al menos una vez por semana². Este crecimiento del teletrabajo fue posible gracias a las inversiones realizadas por las empresas y los trabajadores. En este recuadro se documentan los cambios observados en el teletrabajo durante la pandemia y los principales determinantes que los explican, así como las expectativas futuras en relación con las modalidades de trabajo preferidas. Los cambios en los patrones y las preferencias de teletrabajo podrían tener un impacto importante en la evolución económica y social, también en el mercado laboral y la elección de vivienda³.

En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) se preguntó a los participantes sobre el teletrabajo en distintos momentos entre 2020 y 2022⁴. Según los datos de la CES, más del 60 % de los trabajadores nunca habían trabajado desde casa antes de la pandemia⁵. Este porcentaje descendió hasta situarse por debajo del 40 % en los meses que siguieron al inicio de la pandemia. En mayo de 2022, la mayor parte de los trabajadores de la zona del euro indicaron que habían trabajado en remoto al menos una vez por semana en los tres meses anteriores (gráfico A). La mayoría de los que trabajaban a distancia lo hacían entre dos y cuatro días por semana. También se preguntó a los encuestados por sus preferencias en relación con el teletrabajo una vez finalizara la pandemia de COVID-19. En torno a dos terceras partes señalaron que les gustaría trabajar en remoto al menos un día por semana, y alrededor del

¹ Este porcentaje está en consonancia con los datos procedentes de Estados Unidos, que muestran que el 92,5 % del total de trabajadores nunca había trabajado desde casa en 2000, frente a un 90,5 % en 2010 (véase P. J. Mateyka, M. A. Rapino y L. C. Landivar, «[Home-Based Workers in the United States: 2010](#)», *Home Economic Studies*, U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, U.S. Census Bureau, 2012).

² Véase «[Living, working and COVID-19: First findings – April 2020](#)», *Covid-19 Series*, Eurofound, 2020.

³ Véase, por ejemplo, H. Williamson, «[An Evaluation of the Impacts of Remote Working](#)», *Irish Government Economic and Evaluation Service Paper*, Department of Enterprise, Trade and Employment, mayo de 2022.

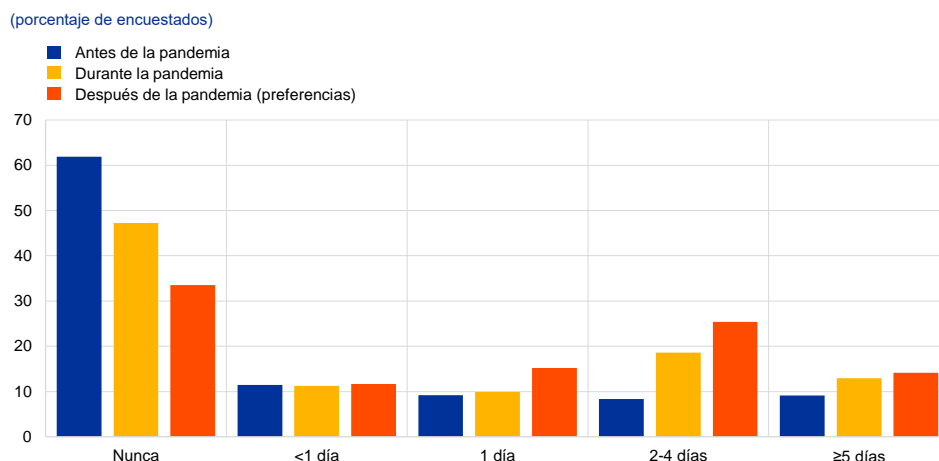
⁴ En algunas preguntas específicas se preguntó a los consumidores por el número de días que trabajaban desde casa antes y durante la pandemia, así como por el número de días que les gustaría trabajar en remoto en el futuro. El análisis se basa en las respuestas de hogares en Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

⁵ A diferencia de Eurostat, en la CES se preguntó a los encuestados si habían trabajado desde casa antes del inicio de la pandemia de COVID-19, y no únicamente durante las cuatro semanas anteriores. Este hecho, unido a la muestra diferente de la CES, puede explicar la razón por la que el porcentaje de trabajadores sin experiencia de teletrabajo es inferior en esta encuesta.

25 % optaría por un régimen de teletrabajo de entre dos y cuatro días semanales. Estas cifras apuntan al deseo de modalidades de trabajo híbridas al margen de las restricciones y preocupaciones sanitarias relacionadas con la pandemia⁶.

Gráfico A

Número de días de teletrabajo antes y durante la pandemia de COVID-19 y preferencias tras la pandemia



Fuente: BCE (CES, mayo de 2022).

Nota: En mayo de 2022 se preguntó a los encuestados (20-64 años) acerca de: i) el número de días que podían teletrabajar por semana antes de la pandemia de COVID-19; ii) el número de días de teletrabajo de los que dispusieron en un mes típico entre febrero y abril de 2022, y iii) su preferencia en cuanto al número de días de teletrabajo por semana una vez finalizada la pandemia de COVID-19.

En promedio, los trabajadores consideran que sus preferencias de teletrabajo son bastante similares a las que perciben que tienen sus empresas. En agosto de 2021 alrededor del 40 % de los trabajadores indicaron que les gustaría trabajar desde casa al menos dos días por semana tras la pandemia y el 27 % esperaba que su empresa les ofreciera esta opción (gráfico B). El 60 % creía que sus preferencias de trabajo en remoto coincidían con las que percibían que tenían sus empresas. Sin embargo, el 30 % de los trabajadores se inclinaban por más días de teletrabajo de lo que esperaban que les ofrecieran sus empresas. Ha habido, por tanto, cierto debate sobre si la brecha percibida podría aumentar la disposición de algunos trabajadores a cambiar de empresa, ya que un motivo importante que se cita para buscar un nuevo empleo es la flexibilidad laboral (incluida la posibilidad de trabajar en remoto)⁷.

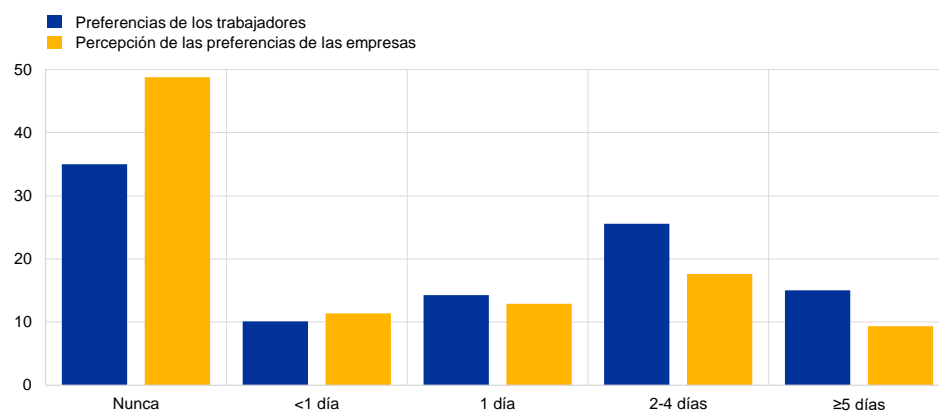
⁶ Las preferencias se han mantenido notablemente estables en conjunto. En todas las encuestas realizadas durante el período del COVID-19, en torno al 40 % de los encuestados deseaba trabajar en remoto al menos dos días por semana tras la pandemia. Con todo, la estabilidad de estas preferencias en términos agregados oculta algún cambio a nivel individual; entre los trabajadores que preferían trabajar desde casa al menos dos días por semana en agosto de 2021, solo alrededor de la mitad declaró tener la misma preferencia en mayo de 2022.

⁷ Véanse, por ejemplo, «[Americans are embracing flexible work – and they want more of it](#)», McKinsey & Company, julio de 2022, o J. M. Barrero, N. Bloom y S. J. Davis, «[Let me work from home, or I will find another job](#)», VOX-EU, 27 de julio de 2021.

Gráfico B

Preferencias de teletrabajo de los empleados y percepción de las preferencias de sus empresas

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE (CES, agosto de 2021).

Notas: El gráfico muestra el número de días de teletrabajo por semana preferido por los trabajadores y su percepción de las preferencias de sus empresas. Los datos se refieren a trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años.

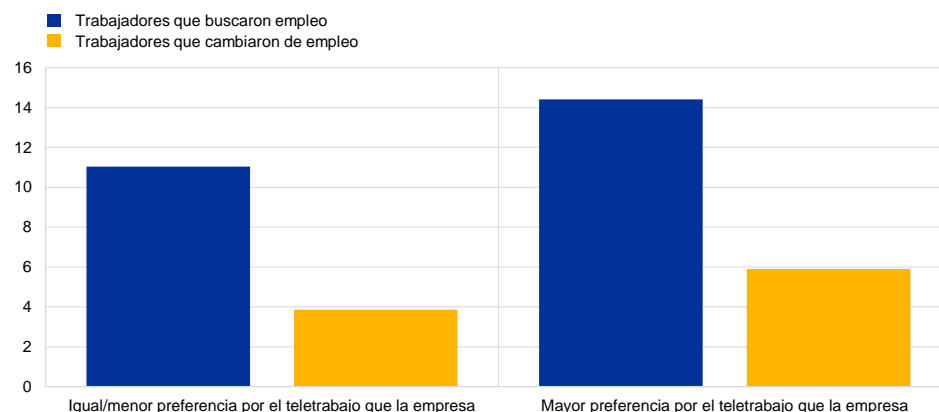
La disposición de algunos trabajadores a buscar y cambiar de empleo puede verse afectada por su percepción de la política de teletrabajo que ofrecerán sus empresas. Es posible que el mayor predominio del teletrabajo haya aumentado la importancia de esta modalidad de trabajo al elegir empresa. Si un empleado desea teletrabajar más días de los que le ofrece su empresa, su disposición a cambiar de empleo puede ser mayor. En consecuencia, se constata una mayor probabilidad de que los trabajadores que perciben que sus empresas les ofrecen menos teletrabajo del que quisieran busquen nuevos empleos, y es más probable que hayan cambiado de trabajo al menos una vez desde que se realizó la encuesta (gráfico C)⁸.

⁸ El grupo de trabajadores con una preferencia por el teletrabajo igual o menor que la que percibían que tenían sus empresas y el grupo con una preferencia mayor de la que percibían que tenían sus empresas son muy similares en términos de nivel salarial, educación, renta del hogar, edad o permanencia en el conjunto de datos del panel.

Gráfico C

Preferencias de teletrabajo y retención de trabajadores

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE (CES, julio de 2021, agosto de 2021 y olas sucesivas hasta mayo de 2022).

Nota: El gráfico muestra el porcentaje de trabajadores que buscaron empleo antes de la fecha de la encuesta (agosto de 2021) y el de trabajadores que cambiaron de empleo en los nueve meses posteriores según sus preferencias de teletrabajo indicadas en agosto de 2021. Los datos se refieren a trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años.

El número de días mensuales de teletrabajo preferido por los trabajadores difería notablemente en función de las características personales y del puesto⁹.

La ocupación es el factor más importante para explicar las preferencias de teletrabajo. Por ejemplo, el personal de apoyo administrativo prefiere disponer de 4,5 días más de teletrabajo al mes que los operarios de instalaciones o máquinas (gráfico D), lo que sugiere que las características del puesto influyen considerablemente en las preferencias de teletrabajo. Cabe señalar que la viabilidad del trabajo en remoto —es decir, que el puesto sea «teletrabajable»— varía sustancialmente de unas ocupaciones a otras¹⁰. Este es un condicionante que se refleja, al menos en parte, en las preferencias al respecto señaladas por los trabajadores en la encuesta. Por ello, a continuación se analizan las características personales que determinan las preferencias de teletrabajo tras tener en cuenta condicionantes como la ocupación, el sector y el tamaño de la empresa.

⁹ Para este análisis recodificamos los rangos de preferencias de días semanales de teletrabajo en días mensuales de teletrabajo, tomando el punto medio del rango.

¹⁰ Véanse, por ejemplo, J. I. Dingel y B. Neiman, «How many jobs can be done at home?», *Journal of Public Economics*, vol. 189, septiembre de 2020, pp. 1-8, y C. Bates y L. Vivian, «Teleworkable jobs», recuadro 4 del artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico D

Preferencia de número de días de teletrabajo por mes, por ocupación y teletrabajabilidad

(número de días laborables por mes)



Fuente: BCE (CES, mayo de 2022).

Notas: Resultados de una estimación basada en una regresión MCO, siendo la variable dependiente el número de días laborables por mes que un trabajador quiere trabajar desde casa (20 días como máximo). Se controla por edad, hijos en el hogar, género, educación, tiempo de desplazamiento entre el lugar de residencia y el de trabajo, situación de empleo por cuenta propia, tamaño de la empresa, ocupación, sector y país. Los datos se refieren a trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Para la definición de «teletrabajabilidad», véase Sostero *et al.*, «Teleworkability and the COVID-19 crisis: a new digital divide?», *JRC Working Paper Series on Labour, Education and Technology*, Comisión Europea, 2020.

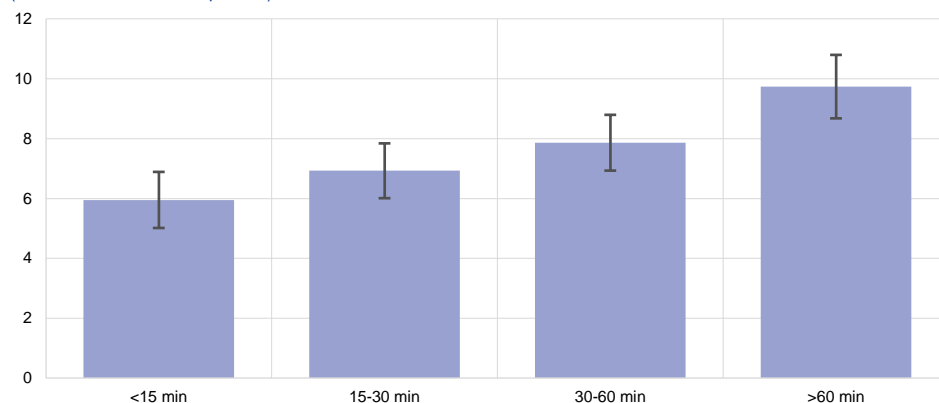
El tiempo de desplazamiento entre el lugar de residencia y el de trabajo es la característica personal más importante que determina las preferencias de teletrabajo. Tras controlar por características específicas del puesto, el tiempo de desplazamiento es el principal factor personal determinante de las preferencias de teletrabajo. Aunque algunas características como la ocupación o el sector están asociadas, en gran medida, a si un trabajo concreto puede realizarse en remoto, el tiempo de desplazamiento a menudo refleja una preferencia personal. Los trabajadores que invierten más de una hora de traslado por trayecto prefieren diez días de teletrabajo por mes, cuatro días más que aquellos con un tiempo de desplazamiento inferior a 15 minutos (gráfico E). Esta conclusión está en línea con resultados anteriores para Estados Unidos, que muestran que el ahorro en tiempo de desplazamiento es la ventaja más importante del teletrabajo, en particular para las mujeres y los trabajadores con mayor nivel educativo¹¹. También se constata la influencia de características demográficas: los jóvenes, las mujeres y las familias con hijos de seis años o menos manifiestan una preferencia por más días de teletrabajo al mes. Estas correlaciones son estadísticamente significativas, pero de pequeña magnitud en términos cuantitativos.

¹¹ J. M. Barrero, N. Bloom y S. J. Davis, «SWAA March 2022 Updates», *WFH Research*, marzo de 2022; J. M. Barrero, N. Bloom y S. J. Davis, «Why working from home will stick», *NBER Working Paper*, n.º 28731, National Bureau of Economic Research, abril de 2021.

Gráfico E

Preferencia de número de días de teletrabajo por mes, por tiempo de desplazamiento entre el lugar de residencia y el de trabajo

(número de días laborables por mes)



Fuente: BCE (CES, mayo de 2022).

Notas: Resultados de una estimación basada en una regresión MCO, siendo la variable dependiente el número de días laborables por mes que un trabajador quiere trabajar desde casa (20 días como máximo). Los coeficientes se expresan con respecto al grupo de trabajadores que nunca se desplazan entre el lugar de residencia y el de trabajo. Se controla por edad, hijos en el hogar, género, educación, situación de empleo por cuenta propia, tamaño de la empresa, ocupación, sector y país. Los datos se refieren a trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años.

Las empresas y los trabajadores aún se están adaptando a los cambios en los patrones de teletrabajo propiciados por la pandemia de COVID-19. Con todo, parece probable que la demanda de trabajo en remoto seguirá siendo considerablemente más elevada que antes del inicio de la pandemia. Los trabajadores manifiestan una elevada preferencia por el teletrabajo, y el patrón híbrido que ofrece entre dos y cuatro días de trabajo en remoto a la semana sería la opción preferida por muchos de ellos. Los resultados del análisis realizado en este recuadro sugieren también que las preferencias de teletrabajo pueden influir en el comportamiento de los trabajadores al buscar empleo. Tanto las características personales como las específicas del puesto son factores importantes que determinan las preferencias de teletrabajo. En particular, parece que los empleados con desplazamientos largos al lugar de trabajo se inclinan claramente por el trabajo en remoto y, por tanto, puede que estén más dispuestos a cambiar de empleo para disfrutar de las condiciones de teletrabajo que se ajusten a sus preferencias.

5 Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Eliza Lis y Yiqiao Sun

Una vez concluida la revisión de la estrategia del BCE en 2021, el Consejo de Gobierno adoptó un amplio plan de actuación para incorporar consideraciones relativas al cambio climático en su marco de política monetaria. Dos de los puntos de actuación presentados en la hoja de ruta detallada que se acompañaba eran: i) inclusión de supuestos técnicos relacionados con la fijación de los precios del carbono, y ii) evaluación periódica del impacto de las políticas fiscales relacionadas con el clima en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE¹. En este recuadro se resumen las medidas fiscales relacionadas con el clima que se incluyeron en el escenario de referencia de las proyecciones de diciembre de 2022. Para evaluar el impacto macroeconómico de las políticas de transición climática, se analiza el efecto de las medidas fiscales verdes sobre el PIB y la inflación en este escenario de referencia². Posteriormente se examina el impacto potencial del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE UE) y de las medidas climáticas que no son de carácter fiscal, así como los riesgos que plantean para las perspectivas de inflación y crecimiento del PIB.

Una medida fiscal, ya sea por el lado de los ingresos o del gasto, se clasifica como parte de las políticas de cambio climático en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE si tiene un impacto en la mitigación del cambio climático o la adaptación a él, o si compensa los efectos de fenómenos meteorológicos extremos. Las medidas fiscales discrecionales incluidas en las proyecciones del Eurosistema/BCE se clasifican en función de su relación con el cambio climático, estableciéndose tres categorías (adicionales) para las medidas fiscales relacionadas con el cambio climático.

La primera categoría incluye las medidas que se etiquetan como «verdes», si se espera que tengan un impacto favorable en términos de reducción de las emisiones de carbono, eficiencia energética o movilidad libre de carbono, o si financian la adaptación a las consecuencias del cambio climático. Algunos ejemplos son el aumento de los impuestos sobre la energía y las subvenciones a los coches eléctricos o a la adaptación de edificios para hacerlos energéticamente más eficientes.

¹ BCE, «Anexo: Hoja de ruta detallada de las actuaciones relacionadas con el cambio climático», 8 de julio de 2021.

² El impacto de las medidas de compensación por los altos precios de la energía, una gran parte de las cuales son perjudiciales para la transición verde, se evalúa en un artículo separado titulado «Fiscal policy and high inflation», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

La segunda categoría corresponde a las medidas que se califican como «perjudiciales para la transición verde» debido a su impacto adverso. Como ejemplos pueden citarse las medidas de compensación por los altos precios de la energía, como las subvenciones para limitar precios o las rebajas de los impuestos (sobre la energía), que reducen los precios energéticos.

En la tercera categoría se incluyen las medidas relacionadas con fenómenos meteorológicos extremos que compensan los efectos de las inundaciones, los incendios forestales, las olas de calor y las sequías. Algunos ejemplos son las ayudas de emergencia, la reconstrucción de infraestructuras destruidas y la compensación por las pérdidas privadas no aseguradas.

Una cuarta categoría la conforman las medidas fiscales que no se encuadran en ninguna de las tres categorías anteriores y que se consideran climáticamente neutras o indeterminadas. Este grupo comprende las medidas que no van dirigidas específicamente a las finalidades mencionadas anteriormente (como los cambios generales en el IVA o las transferencias directas a los hogares) o que benefician a sectores específicos sin objetivos climáticos claros (como las subvenciones generales a las compañías ferroviarias).

El objetivo de la hoja de ruta de la revisión estratégica es evaluar el impacto de las políticas fiscales relacionadas con el clima en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, no cubrir todas las políticas climáticas en todos los países de la zona del euro.

Las medidas fiscales que han entrado dentro del alcance de las proyecciones del Eurosistema desde 2021 se refieren a decisiones discrecionales de los Gobiernos. Por ejemplo, esto significa que incluyen mayores ingresos tributarios debido a cambios en los tipos impositivos, pero excluyen un aumento de estos ingresos como consecuencia de las subidas de los precios. La evolución de los precios de las subastas del RCDE UE y las medidas climáticas que no son de carácter fiscal (como, las regulatorias) tampoco se engloban en esta clasificación³.

Las medidas fiscales verdes proporcionan un estímulo fiscal moderado. Esto puede observarse en el escenario de referencia de las proyecciones de diciembre de 2022, en el que el moderado estímulo fiscal es más fuerte en 2022 (gráfico A). Se espera que las medidas fiscales actuales relacionadas con fenómenos meteorológicos extremos tengan un efecto marginal en la zona del euro en su conjunto durante el horizonte de proyección. Sin embargo, las consecuencias son mayores en países que han sufrido recientemente estos fenómenos, como las inundaciones que se produjeron en Bélgica, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos en 2021⁴. El impacto climático de las medidas fiscales verdes no es necesariamente proporcional al impacto macroeconómico, pues algunas medidas podrían mitigar el cambio climático con mayor efectividad que otras. Además, algunas medidas

³ En las estadísticas de las finanzas públicas, los ingresos del RCDE UE forman parte de los impuestos sobre la energía, que se incluyen en las previsiones fiscales del Eurosistema.

⁴ Cada vez es más probable que los fenómenos meteorológicos extremos afecten a las perspectivas de crecimiento y de inflación a medio plazo. Si bien es difícil predecir estos fenómenos y, por tanto, suelen incluirse en las proyecciones con carácter retrospectivo, su impacto fiscal puede extenderse varios años porque los gastos de recuperación pueden durar más de un año y tiende a invertirse en el horizonte de proyección.

compensan el efecto macroeconómico de otras, como sucede cuando se utiliza un aumento de los impuestos al carbono para financiar gasto relacionado con el clima.

Actualmente, las medidas fiscales que son perjudiciales para la transición verde tienen un peso significativamente mayor que las medidas verdes. El grueso de estas medidas perjudiciales está formado por las numerosas medidas de apoyo energético que tienen un impacto directo en los incentivos para utilizar combustibles fósiles. Entre ellas se incluyen las rebajas de los impuestos sobre la energía y las subvenciones fiscales para limitar los precios de la energía, y han sido adoptadas por todos los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis energética. Sin embargo, está previsto que expiren después de 2023 en la mayoría de los países⁵. Las medidas de compensación por el precio de la energía que no afectan directamente a los incentivos para utilizar combustibles fósiles, por ejemplo, las transferencias directas a los hogares, no se clasifican como perjudiciales para la transición verde.

⁵ BCE, «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022».

Gráfico A

Medidas fiscales relacionadas con el cambio climático en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro

a) Medidas fiscales relacionadas con la mitigación del cambio climático y la adaptación a él, y con fenómenos meteorológicos extremos

(porcentajes del PIB)



b) Medidas fiscales perjudiciales para la transición verde

(porcentajes del PIB)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022.
Notas: Las medidas se etiquetan como «verdes» si se espera que tengan un impacto favorable en términos de reducción de las emisiones de carbono, eficiencia energética o movilidad libre de carbono, o si financian la adaptación a las consecuencias del cambio climático. Las medidas se califican como «perjudiciales para la transición verde» si tienen un impacto adverso.

Se espera que el impacto global de las medidas verdes sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro sea muy reducido a lo largo del horizonte de proyección (panel a del gráfico B). Si bien el estímulo total es mayor en 2022, el impacto se invierte y pasa a ser contractivo a partir de 2024, aunque su magnitud apenas es significativa. En conjunto, la combinación de medidas verdes es expansiva a lo largo del horizonte de proyección. Las medidas por el lado de los ingresos, cuyo impacto tiende a ser más persistente, son de carácter contractivo en todos los años. En general, los efectos sobre el PIB incluidos en las proyecciones de diciembre de 2022 sugieren que el efecto multiplicador de las medidas fiscales verdes está muy por debajo de uno.

Las medidas fiscales verdes tienen un impacto limitado, pero ligeramente creciente, sobre las perspectivas de inflación del escenario de referencia (panel b del gráfico B). A nivel agregado de la zona del euro, su contribución a la inflación medida por el IAPC se estima en 0,05 puntos porcentuales para 2022, 0,06 puntos porcentuales para 2023, 0,08 puntos porcentuales para 2024 y 0,11 puntos porcentuales para 2025. Este impacto al alza se ve compensado con creces por el efecto sobre la inflación de muchas medidas calificadas como «perjudiciales para la transición verde», como limitar los precios. En conjunto, se estima que las medidas fiscales para compensar los altos precios de la energía y la elevada inflación reducirían la inflación medida por el IAPC general en 1,1 puntos porcentuales en 2022 y en 0,5 puntos porcentuales en 2023, y su retirada ejercería una presión al alza sobre la inflación de alrededor de 0,7 puntos porcentuales en 2024 y 0,4 puntos porcentuales en 2025⁶.

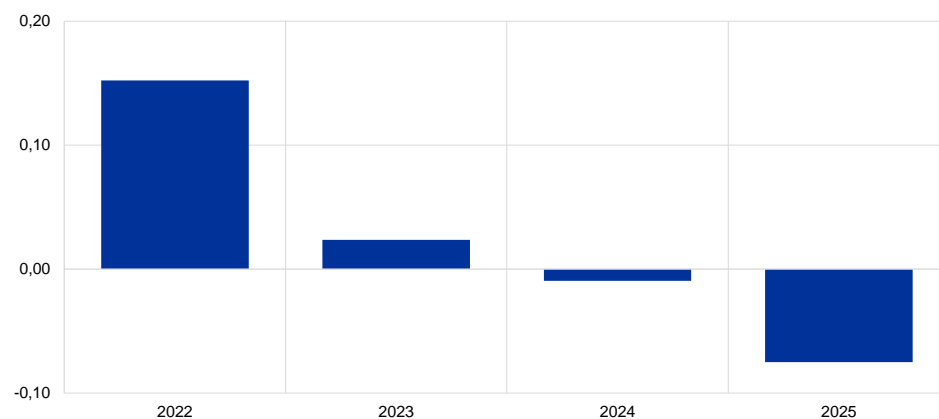
⁶ *Ibid.*

Gráfico B

Impacto de las medidas fiscales verdes sobre el PIB y la inflación a lo largo del horizonte de proyección

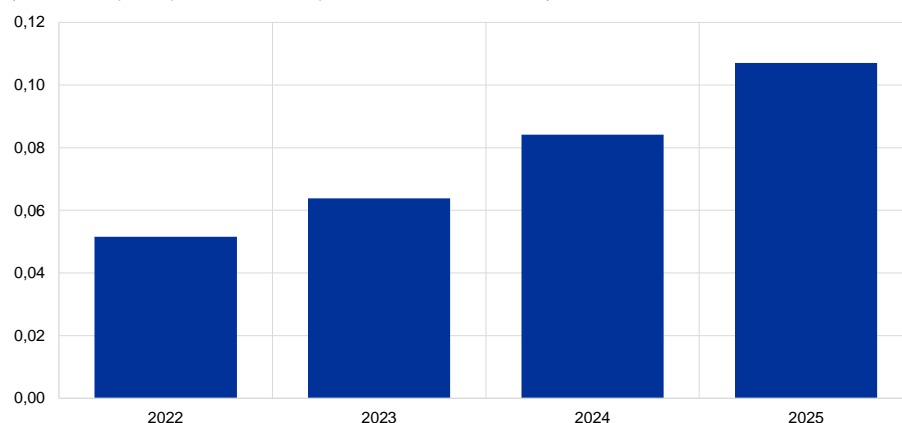
a) Crecimiento del PIB real

(desviación en puntos porcentuales con respecto al escenario de referencia)



b) IAPC

(desviación en puntos porcentuales con respecto al escenario de referencia)



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022, Eurostat y cálculos del BCE.

Más allá del impacto de las medidas fiscales verdes de carácter nacional, el aumento de los precios de los derechos de emisión en el marco del RCDE UE y las políticas previstas en el paquete «Objetivo 55» pueden plantear riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de inflación. La subida de los precios de los derechos de emisión en el marco del RCDE UE puede elevar los precios mayoristas de la electricidad, ejerciendo presión al alza sobre sus precios minoristas. Sin embargo, utilizando los precios de los futuros en el RCDE UE como supuestos subyacentes, la contribución de las variaciones de los precios en el RCDE UE a las variaciones de los precios mayoristas de la electricidad durante el horizonte de proyección sería marginal, lo que limitaría su impacto sobre el componente de electricidad del IAPC y, por tanto, sobre el IAPC general. Más allá de las perspectivas del escenario de referencia, un incremento de los precios en el RCDE UE por encima de los implícitos en las curvas de futuros y los cambios previstos en el RCDE UE actual (incluida la ampliación de las emisiones incluidas en su ámbito de aplicación) podría conllevar mayores presiones directas de costes para

la inflación de los componentes de energía, bienes industriales no energéticos y servicios del IAPC⁷. Por ejemplo, la introducción progresiva de un RCDE UE separado para las emisiones de los edificios y el transporte puede tener un impacto al alza directo sobre el componente energético del IAPC y sobre el IAPC general. Sin embargo, el régimen separado para estas emisiones no se introducirá hasta después del horizonte de proyección, es decir, después de 2025⁸. En cambio, la regulación dirigida a incrementar el peso de las energías renovables podría ejercer presión gradual a la baja sobre el componente energético del IAPC. Aunque existe una incertidumbre sustancial sobre la velocidad a la que aumentará la capacidad de las renovables y sobre la reforma anunciada del mercado eléctrico de la UE, estos factores, considerados en su conjunto, presentan probablemente un riesgo a la baja para los precios de la energía hacia la segunda mitad de la década.

Las políticas de cambio climático en el marco del paquete «Objetivo 55» no solo reportarían considerables beneficios no económicos, sino que también ayudarían a evitar pérdidas económicas derivadas del aumento de los riesgos físicos a más largo plazo. Se estima que los efectos a corto plazo de la aplicación de políticas de transición sobre la actividad real serían negativos, pero limitados, mientras que se obtendrían beneficios evitando los efectos macroeconómicos adversos provocados por los incidentes climáticos que estas políticas ayudan a mitigar. El impacto a largo plazo sobre el PIB real agregado podría ser incluso positivo dada la gran necesidad de inversiones verdes. Y el impacto sobre el crecimiento potencial también podría ser positivo, pese a estar sujeto a incertidumbres significativas y depender de la estrategia elegida en las políticas. La explicación es que este paquete de medidas reduce los daños económicos del cambio climático y promueve una transformación estructural más rápida hacia una economía europea más verde. Al mismo tiempo, para aprovechar plenamente la transformación son necesarias medidas complementarias que creen incentivos para estimular la inversión verde y la innovación, y que respalden una reasignación rápida de los recursos.

⁷ Además de estos efectos sobre el nivel de precios de los componentes individuales, el impacto de estas políticas podría materializarse también a través de otros canales macroeconómicos, lo que podría afectar al impacto neto sobre la inflación.

⁸ Consejo de la Unión Europea, «Objetivo 55»: [el Consejo y el Parlamento alcanzan un acuerdo provisional sobre el régimen de comercio de derechos de emisión de la UE y el Fondo Social para el Clima](#)», nota de prensa, 18 de diciembre de 2022.

6 Evaluación actualizada de las proyecciones de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema y del BCE

Mohammed Chahad, Anna Camilla Hofmann-Drahonsky, Adrian Page y Marcel Tirpák

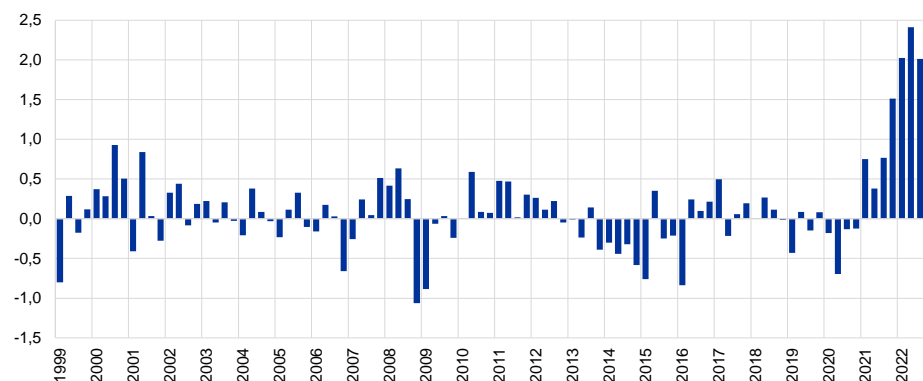
La precisión de las proyecciones de inflación a corto plazo para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE disminuyó tras la invasión rusa de Ucrania antes de mejorar en el último trimestre de 2022. La inflación de la zona del euro sorprendió al alza en 2021 y 2022. En abril de 2022, el BCE publicó un análisis de los motivos de estas sorpresas y realizó una comparación de la precisión de sus proyecciones con la de las elaboradas por otras instituciones y el sector privado¹. Tras la publicación de ese análisis, las proyecciones a corto plazo de los expertos para el siguiente trimestre mostraron, inicialmente, un deterioro adicional tras las drásticas subidas que experimentaron los precios de la energía y de los alimentos a raíz de la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. Aunque la inflación siguió sorprendiendo persistentemente al alza en los trimestres posteriores, la magnitud de los errores se redujo y en el último trimestre de 2022 había vuelto a situarse dentro del rango de errores absolutos de predicción observado antes de la pandemia (gráfico A).

¹ Véase el recuadro titulado «[Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022. Véase también el artículo titulado «[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019. Además, en el Statistical Data Warehouse del BCE puede consultarse una [base de datos completa de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE](#), que permite a los investigadores analizar con facilidad la precisión de las proyecciones. Los procesos y las herramientas utilizados para elaborar las proyecciones se describen en una [guía](#) que también está disponible en el sitio web del BCE.

Gráfico A

Errores de previsión a un trimestre vista en la inflación medida por el IAPC de las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE desde 1999

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro.
Notas: Los errores se definen como el dato observado menos el proyectado en el trimestre siguiente a la publicación de las proyecciones. Por ejemplo, la última observación muestra la diferencia entre el dato correspondiente al cuarto trimestre de 2022 y el valor previsto para ese trimestre en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2022.

Otras instituciones internacionales y organismos del sector privado han infraestimado la inflación a corto plazo en un grado similar.

En el gráfico B se muestran los errores de previsión a un trimestre vista para la zona del euro identificados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE en comparación con los de otros organismos y analistas². El resultado de una considerable infraestimación de las proyecciones de inflación a un trimestre vista ha sido común a todos los expertos en previsión desde principios de 2022, y las elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE se sitúan, en general, en la mitad del rango de las proyecciones. Al realizar este tipo de comparaciones es importante tener en cuenta el conjunto de información disponible cuando se llevó a cabo cada proyección. En el gráfico B se seleccionan las previsiones publicadas por distintos expertos y analistas en las fechas más próximas a las fechas de cierre de las proyecciones del Eurosistema/BCE. No obstante, las diferencias restantes entre las fechas de publicación implican que las previsiones de algunos expertos, como las de los encuestados por Consensus Economics, a menudo cuentan con un mes más de información del IAPC (y de otros indicadores importantes como el de los precios de las materias primas energéticas) del trimestre en curso que las de otros expertos y analistas, mientras que otras previsiones, como las de la Comisión Europea, generalmente disponen de un mes menos de datos. Estas diferencias (representadas mediante flechas en el gráfico B) pueden explicar una parte de las variaciones en la precisión de las proyecciones, en especial a lo largo de 2022,

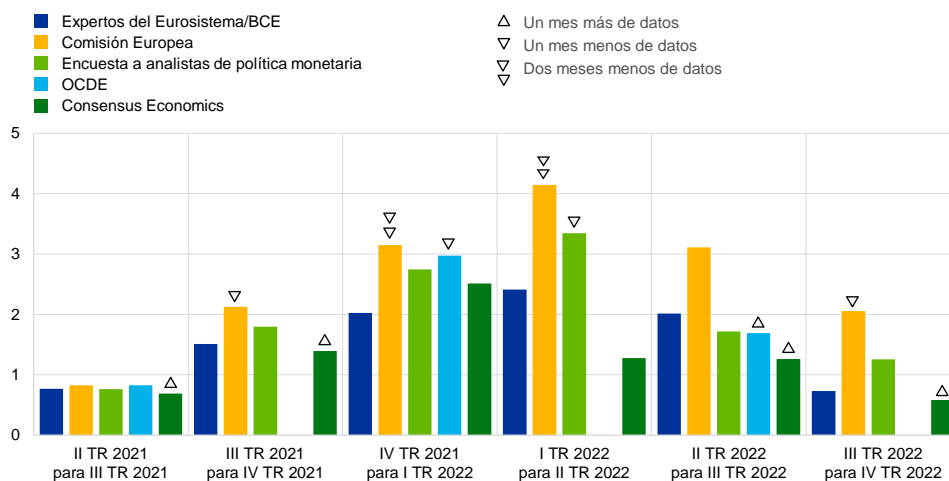
² El Fondo Monetario Internacional (FMI) también publica periódicamente proyecciones para la zona del euro en el contexto de las Perspectivas de la Economía Mundial (*World Economic Outlook*), pero no trimestralmente, por lo que no se incluyen en el gráfico B. El FMI publicó un análisis de sus errores de previsión de la inflación las [Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2022](#). Este análisis puso de manifiesto que los expertos del FMI también habían infraestimado sustancialmente la inflación en 2021 y 2022. Este resultado fue común tanto para las economías avanzadas como para las emergentes, ya que hubo sorpresas al alza en 2021 asociadas a la recuperación más rápida de lo esperado de la demanda, mientras que los errores observados en 2022 estuvieron relativamente concentrados en los componentes más volátiles y que se vieron afectados por las perturbaciones de oferta en la energía y los alimentos a raíz de la guerra en Ucrania.

cuando los incrementos secuenciales de la inflación fueron particularmente pronunciados.

Gráfico B

Errores a un trimestre vista en las proyecciones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro elaboradas por distintos expertos y analistas

(puntos porcentuales)



Fuentes: Proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE, Consensus Economics, encuesta a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés), Comisión Europea, OCDE y Eurostat.

Notas: Para las previsiones de otros expertos y analistas se muestran los errores de publicaciones cuya fecha de cierre respectiva es la más próxima a la de las proyecciones del Eurosistema/BCE. En el caso de la SMA se muestra la mediana de los encuestados. Las flechas indican diferencias en el número de meses del IAPC de los que se dispone en el momento de cierre de cada publicación en relación con el número de meses de los que se dispone para las proyecciones del Eurosistema/BCE. Una flecha ascendente señala un mes más de datos, una descendente un mes menos y dos flechas descendentes indican dos meses menos de datos. Las proyecciones trimestrales de la OCDE solo se publican dos veces al año y, por lo tanto, no se muestran errores en el primer y tercer trimestre.

Los errores en términos de los supuestos condicionantes de los precios de las materias primas energéticas siguen explicando una parte significativa, si bien decreciente, del total de errores cometidos en las proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE (gráfico C). Al igual que las previsiones de otras instituciones importantes, las proyecciones de los expertos del Eurosistema/BCE están condicionadas por un conjunto de supuestos técnicos sobre la evolución de variables financieras y no financieras clave. Estos supuestos, como los relativos a la evolución futura de los precios de las materias primas energéticas, son «técnicos» en el sentido de que se tratan como exógenos a las proyecciones y, en la mayoría de los casos, se formulan basándose en indicadores de mercado como los precios de los futuros. Por tanto, no se ajustan en función de las valoraciones realizadas por los expertos. Una conclusión fundamental del análisis de los errores de las previsiones de inflación publicado por el BCE en abril de 2022 fue que los errores en los supuestos utilizados, en particular los concernientes a los precios de las materias primas energéticas, explicaron, en promedio, alrededor de tres cuartas partes del total de errores hasta el primer trimestre de 2022. Desde entonces, los supuestos condicionantes siguieron influyendo considerablemente, aunque cada vez menos, en los errores de las proyecciones de la inflación para el segundo y el tercer trimestre de 2022, y para el cuarto trimestre de ese año solo desempeñaron un papel ligeramente perceptible (véanse las barras de color rojo, verde y azul del

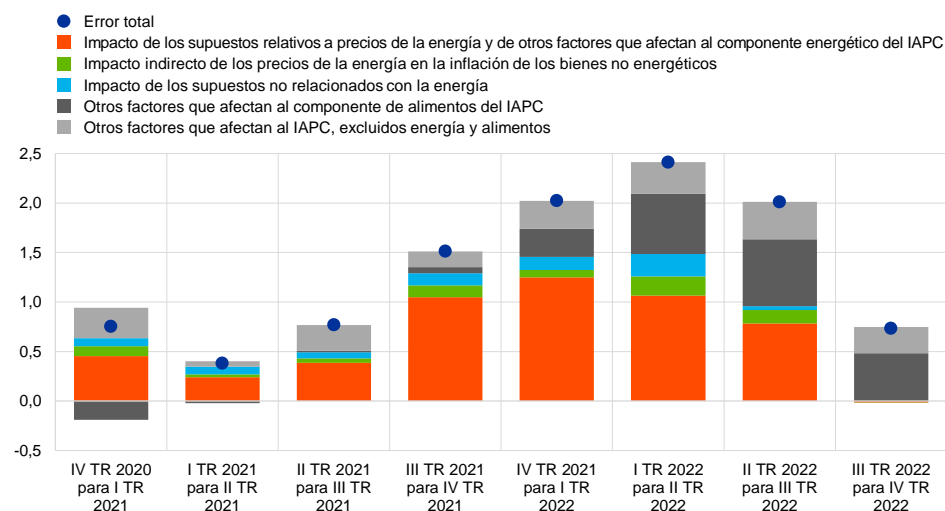
gráfico C). En general, los supuestos relativos a los precios de las materias primas energéticas han sorprendido notablemente al alza todos los trimestres durante los dos últimos años, salvo en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico D). Dada la desvinculación de los precios mayoristas del gas y la electricidad de los precios del petróleo, en el transcurso de 2021 quedó patente que el uso de los precios del petróleo como indicador para realizar previsiones de la inflación de los precios de la energía ya no era suficiente³. Por consiguiente, hubo que desarrollar herramientas más granulares en un contexto de fuertes subidas de los precios del gas y de la electricidad. No obstante, los nuevos supuestos técnicos —también basados en los precios de los futuros— sobre los precios del gas y la electricidad han sido mucho mayores y más erráticos que los relativos a los precios del petróleo, con algunas infraestimaciones muy importantes en el segundo semestre de 2021 y en el tercer trimestre de 2022, y una intensa sobreestimación en el último trimestre de 2022. La contribución de los errores relacionados con los precios de consumo de la energía (resumidos en las barras rojas del gráfico C) ha sido persistentemente considerable, reflejo, en parte, de la complejidad de la traslación de los precios mayoristas del gas y la electricidad a los precios de consumo, ya que la regulación, las medidas fiscales adoptadas por los países de la zona del euro para compensar el encarecimiento de la energía, los tipos de contratos y otros factores relacionados con la fijación y la medición de los precios conllevan una traslación más heterogénea e incierta que en el caso de la transmisión de los precios del petróleo a los precios de los combustibles para transporte. Aunque la traslación de los precios del gas y la electricidad suele llevar más tiempo, la velocidad de la transmisión puede haber aumentado durante el año pasado, lo que puede haber contribuido a las importantes infraestimaciones de la tasa de variación de los precios de consumo. Por otra parte, es posible que los expertos y analistas que realizan las proyecciones hayan sobreestimado el impacto de las medidas fiscales a la hora de reducir la inflación.

³ Véase el recuadro 3 de las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre 2021](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

Gráfico C

Descomposición de los errores de previsión recientes a un trimestre vista de la inflación medida por el IAPC de las proyecciones del Eurosistema/BCE

(puntos porcentuales)



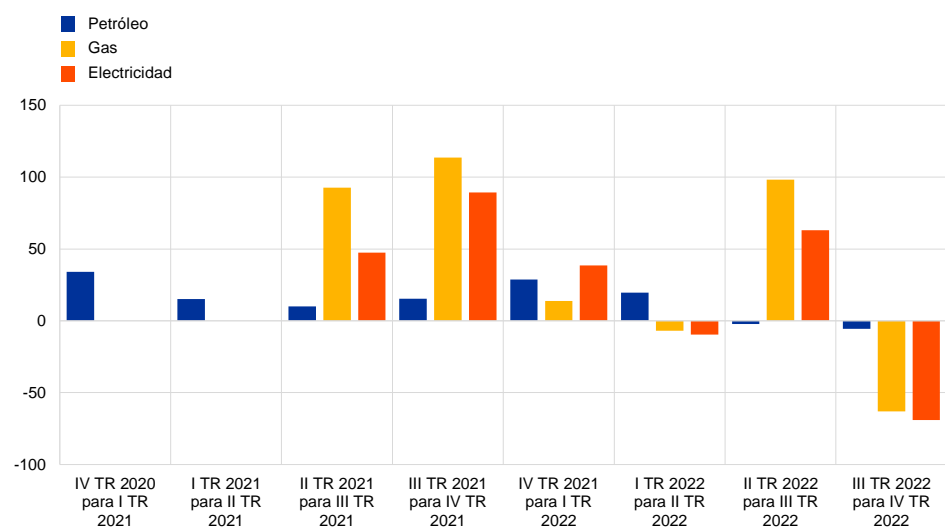
Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Error total» es el dato observado menos el proyectado. «Impacto indirecto de los precios de la energía en la inflación de los bienes no energéticos» es la suma de los efectos indirectos de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad. En el caso del petróleo se basan en las elasticidades obtenidas de los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, y los del gas y la electricidad se calculan suponiendo una elasticidad proporcional a la perturbación sobre los precios del petróleo). «Impacto de los supuestos no relacionados con la energía» se refiere a los supuestos sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo, los precios de las acciones, la demanda externa, los precios de exportación de los competidores, los precios de los alimentos y el tipo de cambio.

Gráfico D

Errores a un trimestre vista en los supuestos relativos a los precios de las materias primas energéticas

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Nota: Los supuestos relativos a los precios de la electricidad y del gas están disponibles a partir del segundo trimestre de 2021.

A lo largo de 2022, la proporción de errores no relacionados con los precios de las materias primas energéticas u otros supuestos basados en las elasticidades estándar ha aumentado. Las barras de color gris claro y gris oscuro del gráfico C indican la contribución de los errores en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y en los componentes de alimentos de esta variable, respectivamente, que no pueden explicarse por los errores en los supuestos basados en las elasticidades estándar. Estos errores han sido la causa de una proporción creciente del total de errores de previsión observados desde el primer trimestre de 2022, proporción que fue del 50 % en el tercer trimestre de 2022 y de casi el 100 % en el cuarto trimestre. Estos errores podrían estar relacionados con una transmisión más rápida de lo esperado del impacto de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, así como con la recuperación económica más intensa de lo previsto y los efectos asociados de la reapertura de la economía tras la pandemia, que afectaron principalmente a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Aunque estos factores fueron identificados como determinantes de la inflación en el análisis realizado por los expertos, la magnitud de su impacto y persistencia fue difícil de modelizar y de predecir, dada su naturaleza excepcional. Relacionado con ello, el mercado de trabajo de la zona del euro también mostró mayor solidez de lo esperado, dado que el desempleo sorprendió continuamente a la baja y los salarios al alza en la mayoría de las proyecciones realizadas durante los dos últimos años. Además, es posible que los errores también reflejen los efectos indirectos de las subidas de los precios de la energía en la inflación de los precios de los bienes no energéticos y, en particular, en la inflación de los alimentos, más allá de lo que captan los modelos basados en la evolución histórica, y más aún si se tiene en cuenta la desvinculación de los precios del gas de los del petróleo, ya que el gas influyó considerablemente en los costes de producción de los alimentos. Los efectos no lineales derivados de la excepcionalidad de la magnitud y composición de las perturbaciones de los precios de las materias primas (en las que el gas y la electricidad desempeñaron un papel más relevante) podrían haber dado lugar a una transmisión mucho más rápida de lo que sugieren los modelos basados en relaciones históricas. Además, el entorno de alta inflación podría haber contribuido a que los precios se corrigieran con mayor facilidad y haber requerido un reajuste de precios más rápido de lo supuesto en los modelos convencionales.

Los expertos del Eurosistema y del BCE continúan reevaluando sus técnicas de proyección y realizando análisis adicionales que puedan utilizarse en las proyecciones en momentos de gran incertidumbre. La mejora de los modelos de predicción de los expertos es un proceso continuo que se lleva a cabo mediante intercambios periódicos en diversos foros técnicos del Eurosistema. Con todo, es importante recalcar la incertidumbre a la que están sujetas las proyecciones de referencia en los períodos en los que la economía afronta perturbaciones excepcionales —como las que se han producido en años recientes—. Los errores de previsión están relacionados no solo con los límites de los modelos para reflejar la transmisión de perturbaciones como las descritas, sino también con los supuestos realizados acerca de su evolución futura. Por ejemplo, aunque las proyecciones de referencia siguieron estando condicionadas por las expectativas medias descontadas por los mercados acerca de la evolución futura de los precios mayoristas de la energía tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022, los

expertos identificaron riesgos al alza significativos en caso de que los suministros procedentes de Rusia se redujeran sustancialmente. Estos riesgos e incertidumbres se modelizaron a través de análisis de riesgos específicos, escenarios alternativos y otros análisis de sensibilidad. Estos análisis adicionales son un elemento de relevancia, junto con las proyecciones de referencia y otros análisis de los expertos, en las decisiones de política monetaria del BCE.

La sustitución de la emisión de valores de renta fija por préstamos bancarios: evidencia de la encuesta SAFE

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Grønlund y Timo Reinelt

En este recuadro se investiga si el deterioro reciente de las condiciones de financiación en los mercados de renta fija ofrece un incentivo a las empresas para sustituir la emisión de bonos por préstamos bancarios, y si esta sustitución afecta al crédito a otras empresas. A medida que la política monetaria se ha ido normalizando gradualmente, los costes de financiación de las empresas han ido creciendo. En la última ronda de la [Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#), las empresas de la zona del euro participantes señalaron que su necesidad de emitir bonos había aumentado más que la demanda de estos valores por parte de los inversores, lo que dio lugar a un incremento generalizado de la brecha de financiación en bonos corporativos. Aunque la proporción de empresas encuestadas en la SAFE que emiten bonos es relativamente baja (en torno al 9 % entre 2009 y 2022) en comparación con las que recurren a productos bancarios (algo más del 50 %), un deterioro de las condiciones de financiación en los mercados de renta fija podría tener implicaciones más amplias para las condiciones de financiación bancaria de las empresas¹. Dado que los emisores de bonos suelen ser empresas de mayor tamaño que tienen capacidad para sustituirlos por otras fuentes de financiación, sobre todo préstamos bancarios, esta sustitución puede afectar negativamente al crédito a otras empresas que no tienen acceso al mercado de renta fija privada². Por ello, en este recuadro se analizan las principales características de los emisores de bonos de la zona del euro, se investiga si reemplazan la emisión de estos valores por préstamos bancarios cuando las condiciones en los mercados de renta fija empeoran y se estudia si un deterioro de estas condiciones en los países de la zona del euro se asocia a un empeoramiento de las condiciones de financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas (pymes).

En el contexto de la normalización en curso de la política monetaria, las empresas de la zona del euro señalaron un aumento de su brecha de financiación en valores de renta fija, lo que históricamente se ha asociado a una mayor demanda de préstamos bancarios (gráfico A). En el contexto de la normalización de la política monetaria, los rendimientos de los bonos corporativos se incrementaron de forma significativa durante el período que abarcó la última ronda de la SAFE (de abril a septiembre de 2022), tanto en términos absolutos como en comparación con otras fuentes de financiación mediante deuda de las

¹ En este recuadro, un deterioro de las condiciones en los mercados de renta fija se define como un aumento de la brecha de financiación en valores de renta fija (la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta de financiación mediante estos valores) indicada por las empresas encuestadas en la SAFE.

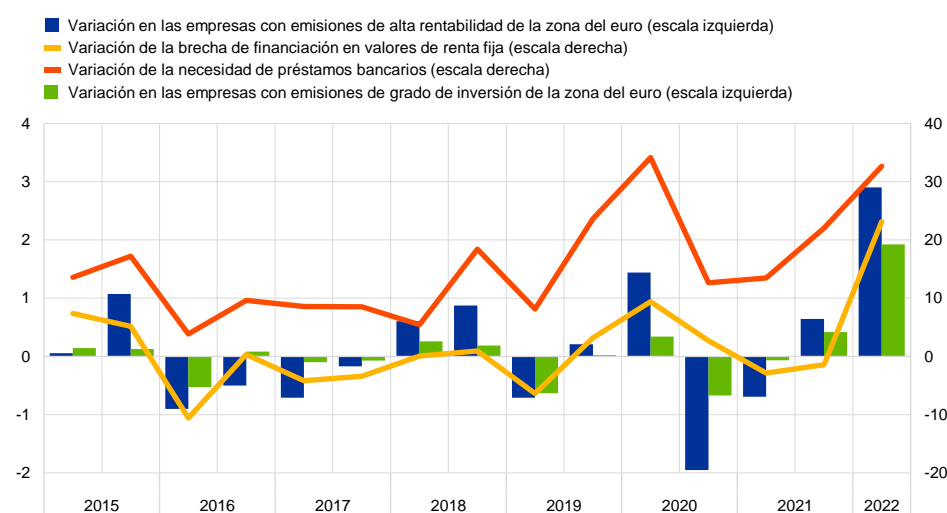
² Véase «Taxonomy of financing patterns of euro area SMEs and real effects» en «[Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities](#)» *Occasional Paper Series*, n.º 270, BCE, revisado en diciembre de 2021.

empresas³. Tradicionalmente, un aumento de los rendimientos de los bonos corporativos ha tendido a estar correlacionado con un incremento generalizado de la brecha de financiación en bonos corporativos indicada en la SAFE (gráfico A). Además, el porcentaje neto de empresas que señala una ampliación de su brecha de financiación en bonos corporativos y el de empresas que menciona una mayor necesidad de préstamos bancarios suelen evolucionar en paralelo, lo que posiblemente sea indicativo de que las empresas consideran que estas dos fuentes de financiación se sustituyen entre sí. En consonancia con esta tesis, mientras que, en términos netos, el 29 % de las empresas que emiten bonos señaló un incremento de su brecha de financiación en valores de renta fija durante el período analizado en la última encuesta, el 32 % de los emisores de estos valores manifestó que su necesidad de préstamos bancarios había aumentado. Si se consideran los volúmenes agregados, las emisiones de bonos corporativos disminuyeron en 2022, mientras que el crecimiento del crédito a empresas también comenzó a desacelerarse⁴.

Gráfico A

Variaciones de la brecha de financiación en valores de renta fija, demanda de préstamos bancarios y rendimientos de los bonos corporativos

(puntos porcentuales [escala izquierda] y porcentaje neto de empresas)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) e IBOXX.

Notas: Porcentaje neto de empresas que en la SAFE indican un aumento de la brecha de financiación en valores de renta fija y mayor necesidad de préstamos bancarios. Solo se incluyen las empresas que señalan que los préstamos bancarios y los valores de renta fija son una fuente de financiación importante. Las variaciones de los rendimientos de los bonos corporativos de la zona del euro se basan en el rendimiento medio durante cada ronda de la encuesta, que abarca seis meses.

Las empresas más grandes y rentables, que suelen tener una estructura de financiación más diversificada, recurren más a menudo a la emisión de bonos corporativos. De acuerdo con un modelo *probit*, el gráfico B ilustra la relación entre diferentes características de las empresas y la probabilidad de que emitan bonos

³ Véase sección 5, «Condiciones de financiación y evolución del crédito», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

⁴ Véase «Evolución monetaria de la zona del euro», nota de prensa, BCE, 29 de diciembre de 2022.

corporativos^{5, 6}. Como se muestra en el gráfico, una característica importante de los emisores de estos instrumentos es ser una empresa mediana o grande. De hecho, la empresa media de tamaño medio o grande (con más de 50 empleados) emite bonos corporativos con una frecuencia 4 puntos porcentuales mayor que las empresas más pequeñas. Del mismo modo, las empresas que indican un aumento reciente de los beneficios o un crecimiento de la inversión o del empleo suelen emitir bonos más a menudo que las demás. Además, la probabilidad de que las empresas que cuentan con una fuente de financiación adicional recurran a la emisión de bonos corporativos es 4 puntos porcentuales mayor, en promedio, lo que implica que, por lo general, los bonos no suelen ser la única fuente de financiación⁷. Las empresas con una estructura de financiación diversificada evitan depender excesivamente del crédito bancario, ya que pueden sustituirlo por otras fuentes de financiación, en particular por bonos corporativos. Esto constituye una ventaja, sobre todo en una fase de restricción del crédito o en un período de intensificación de la aversión al riesgo por parte de los bancos, como sucedió durante la crisis financiera global⁸.

⁵ Además de las características individuales de las empresas, con frecuencia se observa una relación positiva entre la evolución del sistema financiero y el crecimiento económico de un país y el recurso a la financiación de mercado. Véase A. De Jong, R. Kabir y T. Nguyen, «Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants», *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, número 9, pp. 1954-1969, septiembre de 2008.

⁶ La especificación econométrica se describe de forma detallada en las notas del gráfico B.

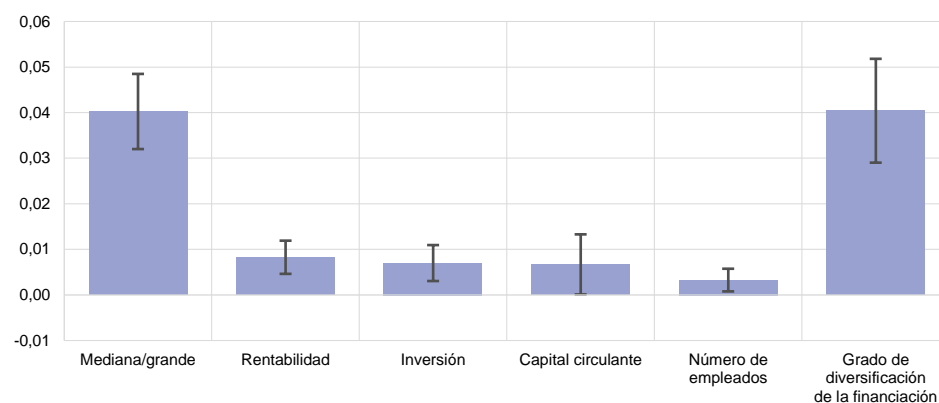
⁷ En la SAFE, las empresas indican que recurren a los beneficios no distribuidos, a los préstamos bancarios, a los descubiertos bancarios, al *leasing/factoring*, a los préstamos subvencionados, al crédito comercial y a la emisión de valores de renta fija y de acciones, por orden de importancia. La probabilidad de que las empresas emitan bonos corporativos aumenta con el grado de diversificación. De hecho, la probabilidad de recurrir a los bonos corporativos se incrementa de forma muy significativa cuando las empresas mencionan más de cuatro instrumentos financieros diferentes, y se eleva a 8 y 14 puntos porcentuales con cinco y seis fuentes de financiación diferentes, respectivamente.

⁸ Para más evidencia, véase «[Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

Gráfico B

Impactos marginales de las características de las empresas en la decisión de emitir valores de renta fija

(efectos marginales medios con intervalos de confianza del 95 %)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE. Notas: Efecto marginal medio en la emisión de valores de renta fija, basado en regresiones *probit*, de una variación de 0 a 1 en las variables ficticias (*dummy*) que solo toman esos dos valores y una variación unitaria de la variable que mide el número de instrumentos financieros. La variable dependiente es una variable ficticia igual a 1 si las empresas indican que los valores de renta fija son una fuente de financiación importante y los han utilizado con esos fines. La regresión incluye cinco variables ficticias explicativas, cada una igual a 1 si las empresas contestaron, respectivamente, que: 1) tenían más de 50 empleados (mediana-grande), 2) habían registrado aumentos anteriores de los beneficios, 3) habían incrementado previamente la inversión en activos fijos, 4) habían aumentado anteriormente el capital circulante y 5) habían ampliado previamente el número de empleados. El grado de diversificación de la financiación se mide por el número de instrumentos financieros utilizados por la empresa (de uno a ocho). En todas las especificaciones se incluyen efectos fijos a nivel de sector, país y tiempo. Los resultados se han ponderado para garantizar la representatividad. Las bandas muestran intervalos de confianza del 95 % basados en los errores estándar agrupados por país. La muestra incluye todas las encuestas SAFE del período comprendido entre marzo de 2009 y septiembre de 2022.

Las empresas que emiten bonos tienden a sustituir esta fuente de financiación por préstamos bancarios cuando las condiciones en los mercados de renta fija privada se deterioran, de acuerdo con los aumentos en el indicador de la brecha de financiación en bonos de la SAFE.

La ampliación reciente de la brecha de financiación en valores de renta fija y el aumento de la demanda de préstamos bancarios por parte de empresas emisoras de bonos podrían indicar una sustitución entre instrumentos de financiación. Del mismo modo, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que, especialmente en el caso de las grandes empresas, la sustitución en detrimento de los valores de renta fija elevó la demanda de préstamos bancarios en el segundo y tercer trimestre de 2022⁹. Para estudiar la sustitución entre las emisiones de bonos y los préstamos bancarios, solo se tienen en cuenta las empresas que en la SAFE manifestaron que ambas fuentes de financiación eran importantes. Se utiliza un modelo *probit* para estimar el efecto de una ampliación de la brecha de financiación en bonos en la probabilidad de que las empresas indiquen un aumento de la necesidad de préstamos bancarios¹⁰. Para asegurar que los resultados no están condicionados por períodos concretos, la muestra se divide en cinco fases distintas del programa de compras de activos (APP) y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) del BCE, que también coinciden con cambios en la orientación general de la política monetaria. Estas fases son las siguientes: 1) antes del APP (de marzo de 2009 a septiembre de 2015), 2) antes de la reducción de las compras netas efectuadas en el marco del

⁹ Véanse «[The euro area bank lending survey – Third quarter of 2022](#)», BCE, octubre de 2022, y «[The euro area bank lending survey – Second quarter of 2022](#)», BCE, julio de 2022.

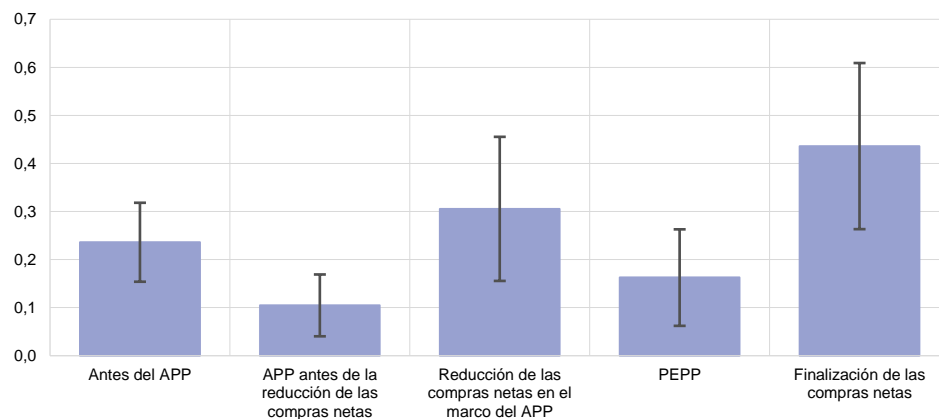
¹⁰ La especificación econométrica se describe de forma detallada en las notas del gráfico C.

APP (de octubre de 2015 a septiembre de 2018), 3) durante la reducción de las compras netas efectuadas en el marco del APP (de octubre de 2018 a septiembre de 2019), 4) durante el PEPP (de octubre de 2019 a marzo de 2022), y 5) finalización de las compras netas (de abril a septiembre de 2022)¹¹. En todos los subperíodos, los efectos de sustitución estimados son estadísticamente significativos y positivos: las empresas señalan una mayor necesidad de préstamos bancarios cuando su brecha de financiación en valores de renta fija se amplía. Aunque se considera que el efecto de sustitución es más débil durante los períodos de aumento de las adquisiciones netas en el contexto de los programas de compras de activos del BCE, es decir, en las fases 2) y 4), es sustancialmente mayor solo en el período 5) —el más reciente— de finalización de las compras netas. Las diferencias en los grados de sustitución estimados podrían indicar que la sustitución en detrimento de los bonos por parte de las empresas puede depender de que se produzca una evolución suficientemente adversa en los mercados de renta fija. Las elevadas compras netas de activos por parte del BCE contribuyeron a mejorar las condiciones en los mercados de renta fija, o al menos a limitar el deterioro, lo que podría llevar a que menos empresas sustituyan la emisión de bonos por préstamos bancarios.

Gráfico C

Efecto de un incremento de la brecha de financiación en bonos sobre la necesidad de préstamos bancarios a nivel de empresa, por subperíodos

(efectos marginales medios con intervalos de confianza del 95 %)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE. Notas: Efectos marginales medios específicos en cada subperíodo de un incremento de la brecha de financiación en valores de renta fija sobre la probabilidad de aumento de la necesidad de préstamos bancarios de una empresa. Los efectos se basan en un modelo *probit* en el que la variable dependiente es igual a 1 si una empresa indica un aumento de la necesidad de préstamos bancarios, y en el que los regresores son la dirección de la variación de la brecha de financiación en bonos, de la disponibilidad de préstamos bancarios y de la rentabilidad de la empresa (donde un valor de 1 indica un aumento, 0, ninguna variación y -1, una disminución de la medida respectiva). El modelo también incluye efectos fijos a nivel de tamaño de empresa, sector, país y tiempo. Los datos se han reponderado para garantizar la representatividad. Los coeficientes de la variación de la brecha de financiación son específicos de cada subperíodo (mediante la interacción con variables ficticias específicas de cada subperíodo), donde los períodos considerados son: antes del APP (de marzo de 2009 a septiembre de 2015), antes de la reducción de las compras netas efectuadas en el marco del APP (de octubre de 2015 a septiembre de 2018), durante la reducción de las compras netas efectuadas en el marco del APP (de octubre de 2018 a septiembre de 2019), durante el PEPP (de octubre de 2019 a marzo de 2022) y finalización de las compras netas (de abril a septiembre de 2022). Las bandas muestran intervalos de confianza del 95 % basados en los errores estándar agrupados por país.

¹¹ Cabe señalar que cada ronda de la SAFE abarca seis meses, que debe asignarse al mismo período de la submuestra. Por consiguiente, el período de «finalización de las compras netas» comprende de abril a septiembre de 2022, aunque las adquisiciones netas de activos concluyeron en julio de 2022.

Una ampliación de la brecha de financiación en bonos corporativos en los países de la zona del euro se asocia a un empeoramiento de las condiciones de financiación bancaria de las pymes, que podría deberse a efectos expulsión (*crowding-out*) (gráfico D).

La sustitución en favor de los préstamos bancarios por parte de los emisores de bonos corporativos podría tener implicaciones de mayor alcance si el aumento de su demanda reduce el crédito a otras empresas, como las pymes. Aunque es difícil aislar empíricamente los efectos expulsión, la relación en forma reducida entre las variaciones de la brecha de financiación en bonos corporativos a nivel de país y las condiciones de financiación bancaria de las pymes individuales en el mismo país —como se ha estimado en este recuadro utilizando un modelo *probit*— proporciona una indicación¹². El modelo se estima utilizando tres variables ficticias dependientes diferentes: 1) la disponibilidad de préstamos bancarios, 2) la disposición de los bancos a conceder crédito, y 3) los tipos de interés de los préstamos bancarios. Las variables ficticias son igual a 1 si la empresa indicó un aumento y 0 en caso contrario. En todos los casos, el modelo sugiere una relación estadísticamente significativa entre la brecha de financiación en bonos corporativos a nivel de país y las condiciones de financiación bancaria de las pymes. Un incremento generalizado de 10 puntos porcentuales de la brecha de financiación en bonos corporativos a nivel de país, medida en la SAFE, implica una disminución de 0,4 puntos porcentuales de la probabilidad de que las pymes de ese país mencionen un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios, así como una reducción de 0,7 puntos porcentuales de la probabilidad de que indiquen una mayor disponibilidad de los bancos a conceder crédito¹³. Al mismo tiempo, un incremento similar de la brecha de financiación en bonos a nivel de país se asocia a una mayor probabilidad, 0,8 puntos porcentuales, de que las pymes señalen un aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Estos efectos son considerables en términos económicos: en la última ronda de la SAFE, la brecha de financiación en bonos corporativos creció 25 puntos porcentuales, en términos netos, para las empresas que también recurren al crédito bancario. Tomando como base las estimaciones anteriores, estos efectos se asociarían a cambios en el porcentaje de pymes que mencionan un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios, de la disposición de los bancos a conceder crédito y de los tipos de interés de los préstamos bancarios de aproximadamente -1 punto porcentual, -1,75 puntos porcentuales y 2 puntos porcentuales, respectivamente. Esto corresponde a alrededor del 5 %, el 8 % y el 7 % de las respectivas medias de la muestra. Aunque estas conclusiones podrían estar determinadas por la evolución general de las condiciones de financiación (que afectaría simultáneamente a las condiciones en los mercados de renta fija y a las de la financiación bancaria),

¹² La brecha de financiación en bonos corporativos a nivel de país se calcula como la media ponderada de las empresas que consideran que los bonos y los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante. El modelo *probit* se estima para las pymes que indican que los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante, pero los bonos corporativos no lo son.

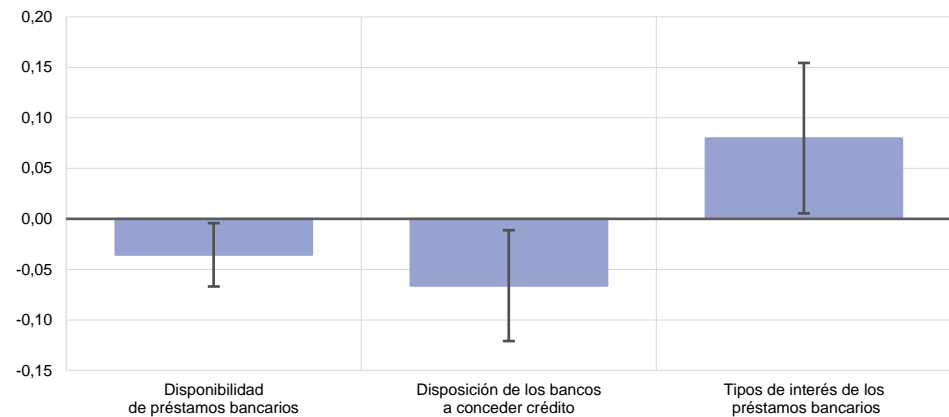
¹³ La brecha de financiación de una empresa concreta toma un valor de 1 (-1) si la necesidad de emitir valores de renta fija ha aumentado (ha disminuido) mientras que la disponibilidad de préstamos bancarios ha disminuido (ha aumentado). Las empresas también pueden contestar que no se han producido cambios (0). Por consiguiente, una variación de 10 puntos porcentuales en la brecha de financiación a nivel de país corresponde a un aumento neto del 10 % del número de emisores de bonos que señalan una mayor necesidad emitir valores de renta fija y una menor disponibilidad de estos instrumentos.

sugieren que un empeoramiento de las condiciones en los mercados de renta fija privada tiene consecuencias para las empresas que no emiten bonos. Del mismo modo, en varios trabajos se llega a la conclusión de que el programa de compras de bonos corporativos del BCE también benefició a las empresas no emisoras, ya que las restricciones de crédito de los bancos se relajan cuando los emisores de bonos sustituyen la financiación bancaria por emisiones de estos valores¹⁴. De hecho, el deterioro de los mercados de renta fija privada también podría estar contribuyendo al endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria de las empresas.

Gráfico D

Efecto de una ampliación de la brecha de financiación en bonos a nivel de país sobre las condiciones de financiación bancaria de las pymes

(efectos marginales medios con intervalos de confianza del 95 %)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE. Notas: Efecto marginal medio de un aumento unitario de la brecha de financiación en valores de renta fija a nivel de país (la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta) sobre las condiciones de financiación bancaria indicadas por las pymes basadas en regresiones *probit*. La brecha de financiación en valores de renta fija a nivel de país se calcula como la media ponderada de las empresas que consideran que tanto los valores de renta fija como los préstamos bancarios son importantes. El modelo se estima utilizando tres variables ficticias dependientes diferentes: 1) la disponibilidad de préstamos bancarios, 2) la disposición de los bancos a conceder crédito, y 3) los tipos de interés de los préstamos bancarios. En todos los casos, la variable dependiente es una variable ficticia igual a 1 si las empresas señalan un aumento. El modelo se estima para las pymes que indican que los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante, pero los bonos no lo son. El modelo controla por la variación de la necesidad de préstamos bancarios y la variación de los beneficios indicada a nivel de empresa, así como variables ficticias que recogen el país, el sector y la ola de la encuesta. Las bandas muestran intervalos de confianza del 95 % basados en los errores estándar agrupados por país. La muestra incluye todas las encuestas SAFE del período comprendido entre marzo de 2009 y septiembre de 2022.

¹⁴ Véanse, por ejemplo, F. Betz y R. A. de Santis, «[ECB corporate QE and the loan supply to bank dependent firms](#)», *Working Paper Series*, n.º 2314, septiembre de 2019, y Ó. Arce, R. Gimeno, y S. Mayordomo (2021b), «[Making room for the needy: the credit reallocation effects of the ECB's corporate QE](#)», *Review of Finance*, vol. 25, número 1, febrero de 2021, pp. 43-84.

© Banco Central Europeo, 2023

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 1 de febrero 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-23-001-ES-N (edición electrónica)