

Informe Anual en breve

<p>La inflación y la incertidumbre han debilitado la actividad económica mundial</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La evolución de la economía mundial ha estado marcada por la persistencia de las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las políticas monetarias. • El abaratamiento de las materias primas energéticas a partir del verano pasado ha permitido que la inflación haya comenzado a moderarse. Sin embargo, las presiones inflacionistas se mantienen elevadas, tras haberse generalizado al conjunto de la cesta de consumo. • La actividad económica global se desaceleró de forma significativa en el transcurso del pasado año. • En la etapa más reciente, la economía mundial ha mostrado algunas señales de mayor dinamismo. • La actividad del área del euro ha resistido relativamente bien en un entorno adverso, ya que la desaceleración en la segunda parte de 2022 fue menor de la esperada a finales del verano. 	<p>Portada</p> <p>Índices</p> <p>Presentación del gobernador</p>
<p>España: del impulso de la reapertura a la resiliencia frente a la crisis energética</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El PIB de la economía española creció un 5,5 % en 2022, como resultado de dos fases muy diferenciadas: fuerte recuperación en el primer semestre y desaceleración en el segundo. • La economía española se comportó en la segunda mitad del año y al inicio de 2023 mejor de lo que se anticipaba. • Con ello, el nivel de actividad de la economía española se sitúa un 0,2% por debajo del observado antes del comienzo de la pandemia, mientras que, en el conjunto del área del euro, el PIB real está 2,5 pp por encima de su nivel prepandemia. • Desde la perspectiva de las ramas de actividad, el repunte en los servicios ha sido el motor del crecimiento, especialmente en la primera parte de 2022. Por el contrario, la actividad en las ramas de manufacturas intensivas en consumos energéticos se ha visto afectada por el encarecimiento de estos <i>inputs</i> productivos. • El comportamiento relativamente positivo del sector exterior, el dinamismo del empleo (apoyado en la moderación salarial) y el impulso fiscal han constituido elementos de soporte de la actividad. • Las previsiones de evolución de la actividad en el horizonte 2023-2025 anticipan un cierre gradual de la brecha existente tras la pandemia entre el PIB español y el del área del euro, aunque la incertidumbre es elevada y persistente y existen riesgos de que se materialicen escenarios menos positivos. 	<p>Informe Anual en breve</p> <p>Capítulo 1</p>
<p>La desaceleración de los precios energéticos en España ha permitido una reducción significativa de la inflación en los últimos meses, pero el componente subyacente se mantiene elevado</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El repunte de la inflación ha sido intenso y persistente, pero, tras alcanzar un máximo en el verano de 2022, la tasa de variación de los precios de consumo ha comenzado a descender. • Así, en julio de 2022, el crecimiento interanual de los precios de consumo, medidos por el IAPC, alcanzó el 10,7 %, antes de iniciar un fuerte descenso hasta el 3,8 % en abril de 2023 (según el indicador adelantado). • El repunte de la inflación se ha visto mitigado por las medidas desplegadas por las autoridades desde mediados de 2021. • Inicialmente, la inflación se vio impulsada sobre todo por el componente energético. El repunte de este comenzó en la primavera de 2021 y se vio acrecentado por las consecuencias de la guerra en Ucrania. • Tanto el ascenso inicial de la inflación energética como su descenso posterior han sido considerablemente más rápidos e intensos en España que en el área del euro. • El repunte de la inflación se ha trasladado tanto a los precios de consumo de los alimentos como a los del componente subyacente de la cesta del IAPC (esto es, los bienes no energéticos y los servicios). • La desaceleración de los precios energéticos desde el verano de 2022 explica el descenso de la inflación general desde entonces. • A diferencia de la energética, la inflación subyacente y la de los alimentos siguen registrando tasas muy elevadas. La incipiente desaceleración actual debería verse confirmada en el futuro próximo a la luz de las señales de moderación de las alzas de precios en los estadios iniciales de los procesos productivos. • Desde la perspectiva de los costes, la contribución reciente al crecimiento del deflactor del valor añadido del excedente unitario ha sido mayor que la de los CLU. • A pesar del pronunciado aumento de los precios de consumo, los incrementos salariales están siendo moderados, lo que ha dado como resultado una caída significativa de los salarios reales. • La contención de los márgenes empresariales y la moderación de los costes laborales serán esenciales para evitar la aparición de efectos de segunda ronda significativos sobre la inflación. • Se espera que la inflación no energética se desacelere gradualmente en el horizonte temporal 2023-2025. 	<p>Capítulo 2</p> <p>Capítulo 3</p> <p>Capítulo 4</p> <p>Índice de imágenes</p>

<p>La inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras provocaron un debilitamiento de la demanda de consumo e inversión en la segunda mitad de 2022</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El repunte de la inflación —con la consiguiente reducción del poder adquisitivo de los hogares— y el endurecimiento de las condiciones financieras han afectado negativamente al consumo y la inversión privados. • El aumento del coste del nuevo endeudamiento ha comenzado a tener efectos en la demanda de crédito, y la carga del servicio de la deuda se ha incrementado para los agentes endeudados a tipo variable. • Casi la mitad del ahorro extraordinario acumulado por los hogares durante la pandemia se mantiene en depósitos bancarios, pero es probable que estos recursos no proporcionen un impulso significativo al consumo. • La inversión en vivienda ha experimentado también una notable debilidad recientemente. A la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, el encarecimiento del crédito bancario y las mayores dificultades para el acceso a este, se ha sumado la elevada incertidumbre. • La inversión productiva privada ha mostrado también una notable pérdida de fortaleza desde la primavera de 2022 en el contexto de aumentos de costes de producción, incertidumbre y endurecimiento de las condiciones financieras. • El gasto público relacionado con el programa <i>Next Generation EU</i> (NGEU) aumentó de forma modesta en 2022, por lo que su impacto sobre el gasto de los agentes finales sigue siendo limitado. 	Portada	Índices	Presentación del gobernador
<p>El sector exterior constituyó un importante soporte para el crecimiento del producto</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La evolución reciente del sector exterior de la economía española ha sido relativamente positiva. • Las exportaciones netas presentaron en 2022 una contribución elevada —de 2,4 pp— al crecimiento del PIB. • Por lo que respecta a los flujos reales, destaca el dinamismo de las exportaciones de servicios, especialmente por lo que hace referencia al turismo internacional. • Por el contrario, el crecimiento reciente de los flujos comerciales de bienes ha sido mucho más moderado, sobre todo por lo que respecta a las exportaciones. • Al margen del encarecimiento de los costes energéticos, la competitividad de la economía española ha tenido una evolución reciente relativamente favorable. • La disminución del superávit por cuenta corriente en 2022 fue relativamente moderada, a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos. • En comparación con el período prepandemia, el empeoramiento del saldo de bienes y servicios ha sido más modesto en España que en el resto de las principales economías del área del euro. 	Informe Anual en breve	Capítulo 1	Capítulo 2
<p>La respuesta de las políticas económicas nacionales y supranacionales europeas en los últimos trimestres</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Las autoridades europeas han respondido de forma decidida a la invasión rusa de Ucrania y a los retos que esta ha supuesto, desplegando un amplio abanico de medidas en múltiples ámbitos. • En materia energética, destaca el lanzamiento del programa <i>REPowerEU</i> por parte de la CE. Este programa aglutina una serie de iniciativas que persiguen diversificar las fuentes de suministro de combustibles fósiles de la UE, intensificar el ahorro de energía y acelerar el despliegue de las energías renovables. • El BCE comenzó, a finales de 2021, un proceso de endurecimiento de la política monetaria, en respuesta a las elevadas y persistentes presiones inflacionistas. • También en respuesta al fuerte repunte de los precios, las autoridades nacionales de los distintos países de la UE han venido aprobando múltiples iniciativas de naturaleza muy diversa. • En España, se estima que las medidas adoptadas desde mediados de 2021 para mitigar las consecuencias de la elevada inflación sobre los agentes económicos tendrán un impacto presupuestario de unos 37 mm de euros en el horizonte temporal 2021-2025. • Una primera taxonomía de las medidas es la que distingue entre las que están orientadas a suavizar los aumentos de precios de algunos de los bienes que más se han encarecido y las que están destinadas a sostener las rentas de ciertos grupos de agentes. • En conjunto, las medidas aplicadas en España, así como en el área del euro, no están siendo suficientemente orientadas hacia los agentes más afectados. Un diseño de las medidas mejor enfocado hacia los agentes más vulnerables habría sido más eficaz para mitigar, con un coste fiscal menor, el impacto de la crisis inflacionista sobre dichos agentes. • En conjunto, las medidas desplegadas han permitido reducir la inflación e impulsar la actividad. 	Capítulo 3	Capítulo 4	Índice de imágenes

<p>La falta de convergencia en renta per cápita con la Unión Económica y Monetaria</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En las últimas décadas, el crecimiento observado de la economía española no ha sido suficiente para lograr la convergencia con el nivel de renta per cápita del área del euro. Esta falta de convergencia ha venido determinada, fundamentalmente, por la persistencia en el tiempo de dos deficiencias bien conocidas: una baja productividad y una tasa de empleo reducida, que además han presentado tradicionalmente una correlación negativa. • En particular, en 2005 se alcanzó el mínimo diferencial con el área del euro tras un crecimiento muy intenso del empleo, que vino acompañado, no obstante, de un empeoramiento de la productividad y de una acumulación de considerables desequilibrios macroeconómicos y financieros que derivaron en una recesión profunda en España a raíz de la crisis financiera global. • Corregir estas deficiencias sin acumular otros importantes desequilibrios macroeconómicos, financieros o sociales debería ser uno de los objetivos fundamentales de la política económica en España.
<p>La productividad: el papel de la innovación</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Todos aquellos factores que limitan artificialmente el crecimiento empresarial o la capacidad para que los factores productivos se reasignen entre sectores y empresas acaban redundando, eventualmente, en un menor dinamismo de la innovación y de la productividad de la economía; por ejemplo, los relacionados con la cantidad y la calidad de la regulación; las barreras que condicionan la creación, el crecimiento y la disolución de las empresas, o las deficiencias en la asignación de capital entre empresas. • En los últimos trimestres se han aprobado diversas iniciativas legislativas que tratan de fomentar el crecimiento y el emprendimiento empresarial, así como facilitar la reasignación eficiente de los factores. Además de estas iniciativas, que será preciso evaluar más adelante, sería conveniente revisar aquellos umbrales regulatorios que puedan desincentivar el crecimiento, reducir el plazo de pago de las Administraciones Públicas (AAPP) —que dificulta la financiación de las pequeñas empresas—, garantizar la unidad de mercado, fomentar la competencia y seguir ampliando las fuentes de financiación disponibles para las empresas —lo que exigiría avances en la unión de los mercados de capitales—. • Una inversión pública bien diseñada puede ejercer un «efecto arrastre» positivo sobre la inversión privada —total y en I+D+i—; sin embargo, en España, en particular tras la crisis financiera global, esta se ha situado persistentemente por debajo de la observada en el promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El programa <i>Next Generation EU</i> (NGEU), tanto por su magnitud como por su enfoque estructural, supone una oportunidad única para revertir esta situación. Adicionalmente, hay margen para revisar y mejorar el diseño de los incentivos fiscales y de los subsidios directos a los proyectos de I+D+i. • El diseño y la ejecución del programa NGEU suponen un considerable desafío para las AAPP españolas, pero también una gran oportunidad para su modernización y digitalización.
<p>La tasa de empleo y la oferta laboral: aspectos clave</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Una tasa de empleo persistentemente baja es el otro gran factor que explica la falta de convergencia de la economía española hacia el nivel de renta per cápita del área del euro. La menor tasa de empleo relativa de España refleja la mayor incidencia relativa del paro. • La configuración institucional del mercado de trabajo español se ha traducido en tasas de desempleo y de temporalidad significativamente más elevadas que las del promedio del área del euro. • Más recientemente, diversos cambios normativos han modificado algunos de los patrones de comportamiento habitual del mercado de trabajo. Entre otras medidas, la reforma laboral de 2021 redujo las posibilidades de contratación temporal —a cambio de flexibilizar algunas modalidades de contratación indefinida— y expandió el papel de los expedientes de regulación temporal de empleo como mecanismo de ajuste del empleo. Una evaluación rigurosa de esta reforma laboral exigirá tomar en consideración su impacto en múltiples dimensiones. • Las elevadas tasas de paro que la economía española ha mostrado a lo largo de las últimas décadas presentan un elevado componente estructural. En este sentido, resulta indispensable revisar el papel de las políticas activas y pasivas de empleo. Hacer compatible la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo exige una mayor coordinación de ambas políticas. • La dotación de capital humano es un determinante fundamental de la productividad, la capacidad para innovar y el empleo. El nivel educativo de los empresarios, trabajadores autónomos y asalariados en España se encuentra por debajo del promedio de la UEM. Esto merma la igualdad de oportunidades, ya que las diferencias en el nivel educativo son relativamente persistentes.

<p>La tasa de empleo y la oferta laboral: aspectos clave (cont.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Las políticas educativas deberían orientarse tanto a elevar el capital humano como a favorecer su versatilidad. En este sentido, resulta crucial evaluar el rendimiento laboral a lo largo de la vida de los diferentes porcentajes de asignaturas prácticas y académicas en la Formación Profesional, dado que existe evidencia de que las primeras son útiles para favorecer una transición inmediata al mercado laboral, pero no necesariamente para desarrollar una carrera profesional, para lo que tendrían ventaja las segundas. Además de las novedades introducidas por la Ley del Sistema Universitario, sería útil avanzar en la vinculación de la financiación del sistema a objetivos de excelencia y desarrollar iniciativas para aumentar el peso relativo de graduados en áreas de ciencia, tecnología, ingeniería y matemáticas. También es preciso un análisis pormenorizado de la eficiencia del gasto público en educación. De cara al futuro, el envejecimiento poblacional y la evolución de las horas trabajadas por empleado podrían desempeñar un papel muy importante en el comportamiento de la oferta laboral y de la renta per cápita en España, y, por tanto, en nuestro proceso de convergencia con la UEM. El envejecimiento poblacional sería aún más acusado de no ser por la expectativa de que los flujos migratorios netos hacia nuestro país sean positivos y relativamente elevados en los próximos años. Es preciso realizar un seguimiento continuo de la capacidad de las nuevas políticas migratorias para aliviar de manera efectiva los desajustes que se produzcan en el mercado laboral. Un aspecto adicional que puede condicionar la oferta laboral es el estado de salud de la población española y su evolución en el tiempo. Dada su importancia, debería priorizarse la evaluación de la eficiencia del gasto público sanitario. 	<p>Portada</p> <p>Índices</p> <p>Presentación del gobernador</p> <p>Informe Anual en breve</p>
<p>Principales desequilibrios en la economía española</p>	<ul style="list-style-type: none"> Desde el estallido de la crisis financiera global, la economía española ha corregido algunos de los desequilibrios macrofinancieros que acumuló en la fase expansiva previa y ha mostrado un patrón de crecimiento más equilibrado. Destaca el intenso proceso de desendeudamiento de las familias y las empresas. También sobresale la notable corrección de los desequilibrios externos en los últimos años. En todo caso, la sostenibilidad de la senda de crecimiento de la economía española se enfrenta a retos estructurales de un enorme calado. 	<p>Capítulo 1</p>
<p>El endeudamiento público</p>	<ul style="list-style-type: none"> En 2022, el déficit y la deuda de las AAPP disminuyeron —como porcentaje del PIB—, si bien se mantuvieron en niveles muy elevados, desde una perspectiva tanto histórica como internacional. Las estimaciones disponibles muestran que el déficit público tendría un elevado componente estructural en nuestro desequilibrio fiscal. En este sentido, cabe reseñar que el deterioro en el déficit estructural que se habría producido entre 2019 y 2022 vendría determinado, en gran medida, por el incremento en el gasto primario estructural. El profundo cambio demográfico en el que la población española está inmersa supondrá, en las próximas décadas, un notable aumento del gasto en pensiones, pero también del gasto en sanidad y en cuidados de larga duración. El análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos en nuestro sistema de pensiones desde 2021 —si bien está sujeto a una elevada incertidumbre— apunta a que, previsiblemente, será necesario adoptar nuevas medidas a partir de 2025 para reforzar su sostenibilidad financiera. Una fuente de incertidumbre adicional es el posible impacto que las medidas de ingresos adoptadas en 2023 podrían tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad de la economía española. Todo ello recomienda, especialmente teniendo en cuenta la relevancia de los cambios implementados, una evaluación rigurosa, continua y transparente de la magnitud de sus efectos, incluyendo sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional. Con la implementación de un plan de consolidación fiscal y de un paquete de reformas estructurales ambiciosas, la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas se vería sensiblemente reforzada en los próximos años. Diversas consideraciones, relativas a los gastos y a los ingresos públicos, podrían servir de guía para el diseño de tal estrategia de consolidación. A corto plazo, el despliegue de los fondos europeos NGEU podría amortiguar la posible ralentización económica que se derivaría del comienzo de este proceso de consolidación fiscal. Además, el inicio de este proceso de refuerzo paulatino de las finanzas públicas podría ser compatible con el mantenimiento de algunas medidas de apoyo fiscal a los colectivos más vulnerables. Existe un amplio consenso en cuanto a la necesidad de reformar el marco de gobernanza fiscal de la Unión Europea, que es un elemento fundamental en la arquitectura institucional europea. La Comisión Europea publicó el 26 de abril una propuesta legislativa para la reforma de este marco de gobernanza fiscal. 	<p>Capítulo 2</p> <p>Capítulo 3</p> <p>Capítulo 4</p> <p>Índice de imágenes</p>

<p>El endeudamiento público (cont.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En cualquier caso, además de este proceso de revisión de las reglas fiscales —que debería conducir a la adopción de un nuevo marco en los próximos meses—, existe un considerable margen de mejora para seguir reforzando la infraestructura institucional europea y su gobernanza económica.
<p>La vulnerabilidad de los hogares</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Es crucial prestar atención al impacto diferencial que los desarrollos económicos tienen sobre distintos grupos poblacionales. • En los últimos años, el Banco de España ha venido contribuyendo de forma muy activa en la identificación de estos impactos diferenciales en la economía española. Los estudios realizados han documentado, entre otros, la existencia de ciertas bolsas de vulnerabilidad social, económica y financiera en los hogares españoles, que estarían especialmente concentradas en los de menor renta. • El origen de estas vulnerabilidades es muy variado, y mitigar sus efectos requiere el despliegue de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas y exige una evaluación continua y rigurosa de la capacidad de estas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos y de sus implicaciones en términos de eficiencia y equidad. • Un ámbito en el que se aprecia una especial vulnerabilidad es el relativo a las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años, tanto en la vivienda en propiedad como en la de alquiler. El aumento de la demanda de alquiler entre los colectivos con menor renta está relacionado con la situación del mercado laboral y los criterios de concesión de crédito hipotecario. El insuficiente crecimiento de la oferta para absorber el fuerte incremento de la demanda explicaría el elevado dinamismo de los precios del alquiler desde 2014. • La futura Ley por el Derecho a la Vivienda pone un mayor énfasis en el necesario incremento de la oferta de vivienda en alquiler. No obstante, algunas de las medidas incluídas, como el control de rentas, podrían generar efectos indeseados a medio plazo. En este sentido, la literatura económica ha señalado que, si bien los controles de precios muestran capacidad para reducir los precios del alquiler a corto plazo en las zonas reguladas, esta política puede generar efectos adversos sobre la oferta de alquiler, así como generar segmentación en el mercado inmobiliario. De manera complementaria, pudieran considerarse medidas fiscales y regulatorias con el objetivo de incrementar la oferta de alquiler residencial por parte del sector privado profesionalizado.

<p>La inflación del área del euro ha iniciado una senda de moderación, pero se ha producido también un proceso de generalización de las presiones inflacionistas que estaría aún incompleto</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La inflación del área del euro inició una senda descendente en otoño de 2022, si bien con algo más de adelanto en España, en ambos casos apoyada en la caída del componente energético. • A corto plazo, se espera que la inflación prolongue su corrección a la baja. Esta moderación se explica por factores de carácter mecánico como los efectos base negativos, por la caída de los precios de las materias primas, por la apreciación reciente del euro y por la extensión de las medidas fiscales para proteger los hogares y las empresas frente a la inflación. • A medio plazo, se espera que la tasa de inflación prosiga su reducción hacia niveles compatibles con el objetivo de política monetaria a ese horizonte. • La mejoría de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, la reversión de los efectos indirectos ante la caída de los precios de la energía y la propia desaceleración económica ya observada en la segunda mitad de 2022 contribuirán a frenar la inflación subyacente. • Aunque los riesgos al alza sobre la inflación se han moderado, existen factores que introducen incertidumbre sobre el alcance del proceso de desinflación, como el curso de la guerra en Ucrania, el impacto sobre la inflación a escala global de la reapertura de la economía china tras abandonar su política de COVID-cero, la posible aparición de asimetrías en la respuesta de los precios de consumo o posibles efectos de segunda ronda a través de salarios y márgenes empresariales. • Las expectativas de inflación en el área del euro, que actualmente permanecen ancladas cerca del 2 %, serán un elemento crucial para la fijación de precios y de salarios. 	Portada	Índices	Presentación del gobernador	Informe Anual en breve
<p>En respuesta a las crecientes tensiones inflacionistas, el BCE inició un proceso de endurecimiento de su política monetaria</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El BCE pasó a adoptar un tono más restrictivo de su política monetaria desde finales de 2021, con el fin de cumplir con su objetivo primario de mantener la inflación en el 2 % en el medio plazo. • En una primera fase, finalizaron las compras netas de activos y, una vez terminadas, se empezaron a elevar los tipos de interés oficiales, con un aumento acumulado desde julio de 2022 hasta la fecha de cierre de este Informe de 375 pb. • Para fortalecer la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria, en octubre de 2022 el Consejo de Gobierno del BCE decidió asimismo recalibrar los criterios aplicables a la tercera serie de las TLTRO. El proceso de reducción de las tenencias de activos adquiridos en el marco del APP se inició en marzo de 2023 y tendrá lugar a un ritmo mesurado y predecible, y a partir de julio se espera poner fin a las reinversiones. • Las decisiones futuras asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva al objetivo del 2 % a medio plazo y se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. Además, continuarán basándose en la valoración del BCE en cada momento sobre las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. 	Capítulo 1	Capítulo 2	Capítulo 3	
<p>El capítulo analiza la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El impacto que las medidas adoptadas por el BCE han tenido, y van a tener en el futuro, discurre a través de diferentes etapas y canales. En una primera etapa, el endurecimiento de la política monetaria impacta sobre las condiciones financieras a través de distintos canales: mercados de capitales, canal bancario, canal renta, canal riqueza y canal tipo de cambio. En una segunda etapa, el endurecimiento de las condiciones financieras deprime la demanda agregada y reduce la inflación. • Mercados de capitales: la curva de tipos de interés libres de riesgo del área del euro se ha desplazado al alza desde finales de 2021. El aumento de estos tipos de interés se ha transmitido de forma inmediata al coste de financiación de las empresas y de las Administraciones Públicas (AAPP) en los mercados de capitales. • Canal bancario: las entidades de crédito han ido trasladando de forma gradual los aumentos de los tipos de interés de mercado a los de sus nuevas operaciones de crédito y de depósito. La traslación al coste de los nuevos préstamos hipotecarios a los hogares se está produciendo, en el conjunto de la UEM, de manera similar a la observada en otros episodios históricos, mientras que en el crédito a empresas está siendo algo más rápida. • En cambio, la transmisión a la remuneración de los nuevos depósitos a plazo está siendo más lenta en las operaciones con hogares, y similar o también algo más lenta, dependiendo del plazo, en los ofrecidos a las empresas. En España, la traslación a la remuneración de los depósitos está siendo hasta ahora, en general, más lenta de lo que cabría esperar de acuerdo con las regularidades históricas. 	Capítulo 4	Índice de imágenes	Siglas y abreviaturas	

<p>El capítulo analiza la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras (cont.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Canal renta: las rentas de los hogares y de las empresas ya se han empezado a ver afectadas por el aumento de los tipos de interés. En España, los efectos negativos han sido más intensos, especialmente para los hogares, como reflejo fundamentalmente del elevado predominio de los contratos a tipo variable en el <i>stock</i> de hipotecas, y en menor medida también para las empresas. • En el caso de las AAPP, la traslación a la carga de intereses se ha visto amplificada con respecto a episodios anteriores por el mayor nivel de endeudamiento, lo que se ha visto amortiguado, no obstante, por el alargamiento de la vida media de la deuda en circulación. • Canal riqueza: el endurecimiento de la política monetaria ha impactado negativamente sobre el valor de la riqueza de las familias a través de su efecto negativo sobre el precio de los activos, aunque su evolución ha estado condicionada también por otros factores. • Canal tipo de cambio: el tipo de cambio del euro ha tendido a depreciarse frente al resto de las monedas, aunque este movimiento se ha revertido en el período más reciente. Esta depreciación refleja principalmente un endurecimiento mayor y más temprano de la política monetaria en otras áreas, en comparación con lo ocurrido en el área del euro.
<p>Existe una elevada heterogeneidad por países y sectores en la transmisión de la política monetaria</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La transmisión de la política monetaria muestra una elevada heterogeneidad por países. En el canal bancario, la distinta velocidad de transmisión a los tipos de interés de las hipotecas y de los depósitos a plazo de los hogares parece responder tanto a características idiosincrásicas de los bancos como a las diferencias en la estructura del sector bancario por países. • También existe una importante heterogeneidad en el canal renta entre hogares y empresas españoles, contribuyendo a amplificar el efecto de las subidas de los tipos de interés sobre el consumo y la inversión agregados.
<p>El capítulo también estima los efectos de las medidas de política monetaria sobre la actividad económica y la inflación</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La transmisión a la actividad real y a la inflación del endurecimiento de la política monetaria estaría empezando a materializarse ya, aunque el grueso de los efectos se percibirá a partir de este año.

<p>La configuración energética en la Unión Europea (UE) antes del comienzo de la guerra en Ucrania</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En las últimas décadas, las fuentes de energía renovables han incrementado su peso en el mix energético de España y de la UE, si bien los combustibles fósiles seguían representando en 2021 cerca del 70% del consumo energético primario. • A este proceso de transformación energética han contribuido diferentes factores, entre los que destacan una mayor generación de electricidad mediante fuentes de energía renovables, los cambios en la estructura sectorial de las economías y las mejoras de eficiencia. • En todo caso, antes del estallido de la guerra en Ucrania, el mix energético mostraba algunas diferencias significativas entre los principales países de nuestro entorno. En términos generales, estas diferencias son el reflejo de distintas estrategias nacionales en cuanto a sus políticas energéticas, de asimetrías en las estructuras productivas nacionales y de una dotación heterogénea de recursos naturales. • A escala europea, España destacaba por un mayor uso relativo del petróleo, que es consecuencia principalmente del elevado consumo del sector del transporte en nuestro país. El consumo de gas natural en España era similar al de la UE —en torno a un 24% del total—, aunque con una composición muy distinta. Estas mismas diferencias también se apreciaban en cuanto al consumo de energía producida con fuentes renovables.
<p>Las dependencias externas asociadas al mix de energía consumida</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En las últimas décadas, la dependencia energética externa de la UE se ha incrementado y es mayor que la de las principales economías mundiales. En 2019, la UE importaba la práctica totalidad del petróleo y del gas natural que consumía; además, estas importaciones se encontraban relativamente concentradas. • Las importaciones energéticas europeas más vulnerables a la materialización de disrupciones en el comercio global eran las de gas natural, uranio, antracita y petróleo. • En el caso concreto de España, las importaciones de energía estaban más diversificadas en 2019 que las del conjunto de la UE. No obstante, la dependencia energética española del exterior era mayor que la de la UE y también aumentó en las últimas décadas.
<p>La insuficiente integración de los mercados de la energía dentro de la UE</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pese a que la UE ha promovido en los últimos tres lustros el incremento de las interconexiones energéticas entre los distintos Estados miembros, estas son aún incompletas. La integración del mercado de gas natural a escala europea se encuentra limitada por las infraestructuras existentes. Además, la capacidad de interconexión eléctrica entre países es muy desigual. • Otros aspectos, de naturaleza muy diversa, contribuyen también a que los mercados de la energía en la UE muestren un comportamiento muy heterogéneo entre países. Por ejemplo, existen diferencias muy significativas en el proceso de traslación de los cambios de los precios mayoristas de la electricidad a los precios minoristas. Asimismo, una proporción considerable de los precios energéticos pagados por los consumidores son impuestos y otros conceptos regulados, cuyo peso difiere de manera apreciable entre las distintas economías europeas.
<p>El ajuste a corto plazo de las economías europeas a la crisis energética</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Las autoridades europeas han respondido de forma decidida a la invasión rusa de Ucrania y a los retos que esta ha supuesto, desplegando un amplio abanico de medidas en múltiples ámbitos. En el ámbito energético, destaca el lanzamiento del programa <i>REPowerEU</i> por parte de la Comisión Europea. • Por su parte, las autoridades nacionales de los distintos países de la UE han aprobado múltiples iniciativas, de naturaleza muy diversa. • En conjunto, el despliegue de todas estas iniciativas a escala europea y de los distintos Estados miembros ha condicionado las dinámicas macroeconómicas recientes en la UE.
<p>La sustitución de las fuentes energéticas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En parte como consecuencia de las medidas aprobadas, los países de la UE han mostrado una capacidad relativamente elevada para reducir sus importaciones energéticas procedentes de Rusia. Esto ha sido posible, fundamentalmente, por la sustitución de las materias primas que se importaban de Rusia por las de otros proveedores internacionales. A ello también habría contribuido la reducción observada en el consumo de gas. • En cualquier caso, aún es pronto para valorar en qué medida esta elevada capacidad de las economías europeas para ajustar a corto plazo su demanda de energía y para reconfigurar sus fuentes de suministro puede consolidarse en un futuro.

La sustitución de las fuentes energéticas (cont.)	<ul style="list-style-type: none"> • Así, por ejemplo, determinados factores coyunturales que han favorecido estos ajustes podrían revertirse en los próximos trimestres. • Además, si estas dinámicas de ajuste se consolidaran, previsiblemente, el consumo de energía en la UE seguiría reduciéndose, pero sería a costa de una pérdida significativa, y posiblemente estructural, en su tejido industrial. 	Índices
La exposición y el ajuste de los hogares españoles a la crisis energética	<ul style="list-style-type: none"> • El impacto de la crisis energética sobre los hogares españoles está condicionado por diversos factores, que son heterogéneos entre distintos tipos de hogares. • La exposición <i>ex ante</i> de las familias españolas al encarecimiento de la energía es especialmente acusada entre los hogares de rentas más bajas. • Se aprecia heterogeneidad en términos de los hogares que presentan un gasto energético desproporcionado. • La capacidad de los hogares para adaptar su demanda energética a corto plazo ha sido relativamente limitada, tanto históricamente como en la coyuntura actual. • Algunas decisiones adoptadas por las autoridades también han condicionado el impacto de la crisis energética sobre los hogares españoles en los últimos trimestres; por ejemplo, la decisión de rebajar el IVA de los alimentos, de la electricidad y del gas, y la bonificación a los carburantes, o la ayuda de 200 euros destinada a los hogares con bajo nivel de renta y riqueza aprobada a finales del año pasado. 	Presentación del gobernador Informe Anual en breve
La sensibilidad y la adaptación de las empresas españolas a la crisis	<ul style="list-style-type: none"> • Las diferencias en la intensidad energética habrían condicionado de forma decisiva el impacto de la crisis sobre los distintos sectores y empresas de la economía española, y su reacción a esta. • Para intentar reducir su gasto energético, las empresas trataron, principalmente, de renegociar sus contratos de suministro y de aumentar su eficiencia energética. • En términos generales, las empresas de menor tamaño y menos productivas mostraron una mayor vulnerabilidad ante el aumento de los costes energéticos. 	Capítulo 1
Los retos que plantea la transición energética	<ul style="list-style-type: none"> • A pesar de la notable capacidad de adaptación que las economías europeas han mostrado a lo largo de los últimos trimestres, mitigar las vulnerabilidades estructurales que se han identificado en la configuración energética de la UE exigirá, en los próximos años, afrontar con decisión múltiples retos de un enorme calado. • Dada la magnitud de los retos que implica la transformación energética de la UE, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente al avance de dicho proceso. 	Capítulo 2
Retos y oportunidades del impulso a las energías renovables	<ul style="list-style-type: none"> • La reducción de la dependencia energética exterior de la UE y la transición ecológica exigirán, en las próximas décadas, el despliegue masivo de fuentes de energía renovables que presentan unos mayores niveles de producción nacional, así como mejoras adicionales en materia de eficiencia energética. • El impulso de las energías renovables podría suponer una gran oportunidad para España, que es el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero de energía solar. • España cuenta, además, con empresas que producen una parte importante de los componentes necesarios para la instalación de tecnologías eólicas y solares. • En todo caso, el despliegue de las energías renovables también implicará considerables desafíos, por ejemplo, en materia de desarrollo tecnológico. • La transición energética provocará, además, un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas muy específicas. En ausencia de ajustes por el lado de la oferta, esta mayor demanda de determinadas materias primas podría ocasionar tensiones en los precios, conducir a la aparición de cuellos de botella y generar nuevas dependencias externas para la UE. • La transición hacia una economía más verde y sostenible también podría provocar cambios muy marcados en la demanda laboral. • Por último, el impulso a las energías renovables no hace menos necesario el desarrollo de mejores infraestructuras de interconexión energética entre los Estados miembros de la UE. 	Capítulo 3 Capítulo 4 Índice de imágenes

La financiación de la transición ecológica y otros desafíos para políticas públicas

- Para avanzar en la transformación energética de la economía, las políticas públicas han de desempeñar un papel protagonista.
- Estas actuaciones adquieren una especial relevancia a escala europea. Es fundamental que la respuesta de las políticas europeas a la crisis actual sea ágil, aporte certidumbre y evite que la transición ecológica acabe redundando en una pérdida estructural de competitividad para las economías europeas y que reduzca el riesgo de deslocalización de la industria europea.
- Asimismo, es indispensable que las políticas europeas contribuyan a preservar un terreno de juego equilibrado dentro de la UE. Entre otras actuaciones, esto requerirá avances más decididos en la financiación común de los bienes públicos a escala europea.
- En todo caso, sin la participación activa del sistema financiero no será posible canalizar, de forma eficiente, el cuantioso volumen de recursos que se requiere para abordar la transición ecológica.