

# Recuadros

## 1 El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino y Johannes Gareis

**Tras la irrupción de la pandemia, los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos acumularon una importante bolsa de ahorro, por encima de la tendencia previa a la pandemia**<sup>10</sup>. Entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2022, el exceso de ahorro acumulado aumentó de forma sostenida hasta alcanzar el 11,3 % de la renta (bruta) disponible tendencial en la zona del euro. En Estados Unidos, el ahorro extraordinario acumulado se situó en el 13,2 % en el tercer trimestre de 2021 y se redujo hasta el 7,9 % en el cuarto trimestre de 2022<sup>11</sup>. A primera vista, el elevado volumen de exceso de ahorro en las dos economías sugiere la posibilidad de un impulso notable al consumo, definido como el estímulo inmediato al consumo derivado del posible uso de estos ahorros.

Asimismo, apunta a que queda margen para que este exceso de ahorro proporcione un estímulo mayor al consumo en la zona del euro que en Estados Unidos, donde el consumo se ha expandido considerablemente más en el período posterior a la pandemia. Aparte de la magnitud del exceso de ahorro, su composición desempeña un papel fundamental a la hora de determinar el impulso al consumo implícito. En este recuadro se realiza una estimación de la composición del exceso de ahorro y después se calibra un modelo de equilibrio general con agentes heterogéneos basado en la metodología utilizada por *Auclert et al.* para medir el impulso al consumo en las dos economías<sup>12</sup>.

**Además del volumen de ahorro acumulado durante la pandemia, la composición de este ahorro extraordinario es importante por dos motivos.**

Primero, el exceso de ahorro se destina a activos con distintos grados de liquidez, lo que es un primer determinante (equilibrio parcial) del impulso que proporciona al

<sup>10</sup> Para consultar análisis relacionados, véanse los recuadros titulados «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020; «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021; «Las implicaciones del ahorro acumulado durante la pandemia para las perspectivas económicas globales», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021; «Los determinantes recientes del ahorro de los hogares en función de la riqueza», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022, y «El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022. Para una descripción de los factores de demanda que impulsan el consumo, véase el artículo titulado «The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area» en este Boletín Económico.

<sup>11</sup> El volumen de exceso de ahorro puede estimarse como la diferencia acumulada entre el ahorro real y su tendencia extrapolada anterior a la pandemia (2015-2019). La misma metodología se aplicó a los datos correspondientes a Estados Unidos en A. Aladangady, D. Cho, L. Feiveson y E. Pinto, «Excess Savings during the COVID-19 Pandemic», *FEDS Notes*, 21 de octubre de 2022. Si bien la estimación del exceso de ahorro varía en función de la metodología específica empleada, los resultados cualitativos que comparan la zona del euro con Estados Unidos presentados en este recuadro no cambian cuando se utilizan métodos alternativos (por ejemplo, si se estima el volumen de exceso de ahorro como la diferencia acumulada entre la tasa de ahorro actual y su nivel prepandemia).

<sup>12</sup> Véase A. Auclert, M. Rognlie y L. Straub, «The Trickling Up of Excess Savings», *NBER Working Paper Series*, n.º 30900, enero de 2023.

consumo. Segundo, el impacto del exceso de ahorro en el impulso al consumo también depende de una dinámica más amplia (equilibrio general): por una parte, la redistribución dinámica del ahorro gastado por algunos hogares a otros hogares prolonga la duración del impulso al consumo; por otro, el hecho de que los hogares anticipen esta redistribución futura modera la magnitud del impulso al consumo, dado que estos suavizan sus pautas de consumo a lo largo del tiempo. La evidencia empírica sugiere que estos efectos de equilibrio parcial y general pueden materializarse de manera diferente en la zona del euro y en Estados Unidos.

**Entre 2020 y 2022, la mayor parte del exceso de ahorro en la zona del euro se acumuló en activos ilíquidos, mientras que en Estados Unidos se canalizó, sobre todo, hacia activos líquidos.** En la zona del euro, entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2022, la bolsa de ahorro se invirtió en activos no financieros —como vivienda— y en activos financieros relativamente ilíquidos — como valores de renta variable y de renta fija—, y también se utilizó para amortizar préstamos. En conjunto, el exceso de ahorro acumulado de esta manera creció de forma sostenida hasta alcanzar el 10,8 % de la renta disponible tendencial en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico A). En cambio, el ahorro extraordinario acumulado en los activos financieros (más) líquidos, como efectivo y depósitos, registró un máximo del 3,7 % de la renta disponible tendencial en el primer trimestre de 2021 y después disminuyó significativamente hasta situarse en el 0,6 % en el cuarto trimestre de 2022. En Estados Unidos, la composición del exceso de ahorro acumulado al final de 2022 era notablemente distinta. Los activos financieros líquidos ascendían al 18,5 % de la renta disponible tendencial, mientras que los activos ilíquidos cayeron un 10,6 % por debajo de su tendencia previa a la pandemia, como consecuencia también de una acumulación considerable de nuevos préstamos<sup>13</sup>.

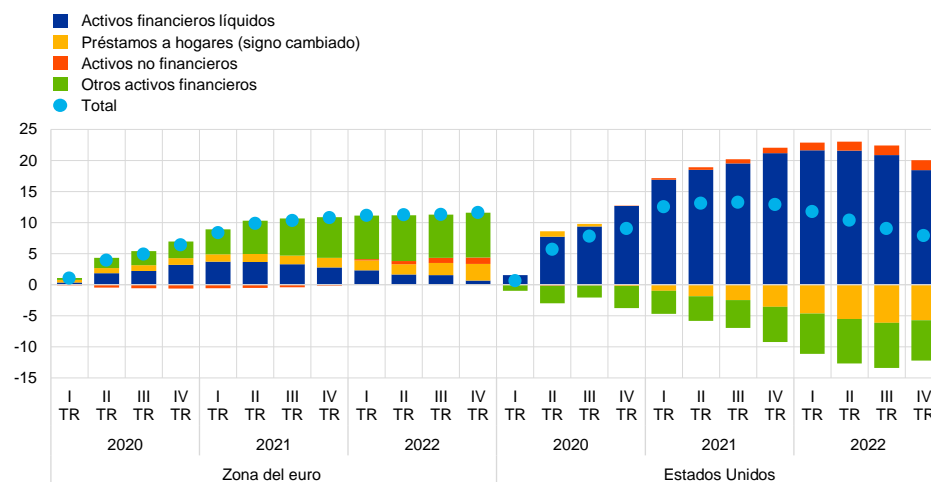
---

<sup>13</sup> La preferencia de los hogares estadounidenses por invertir el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia en activos líquidos se corrobora en H. Abdelrahman y L. E. Oliveira, «[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)», *Economic Letter*, FRBSF, 8 de mayo de 2023. Durante el período de referencia, la evolución de los préstamos a hogares puede ocultar los efectos del paquete fiscal de Estados Unidos (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Este paquete incluyó la refinanciación o reestructuración de determinados tipos de préstamos (préstamos a estudiantes y ciertos préstamos hipotecarios), que los prestamistas también ofrecieron por voluntad propia para otros tipos de crédito. Asimismo, parte de los préstamos vencidos se reclasificaron en la categoría de refinanciados o reestructurados, lo que llevó a un incremento ficticio de los flujos de préstamos a hogares. Véase L. Dettling y L. Lambie-Hanson, «[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)», *FEDS Notes*, 4 de marzo de 2021.

## Gráfico A

### Destino del exceso de ahorro acumulado, por clase de activos

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuentes: Eurostat, BCE, Reserva Federal y cálculos del BCE.

Notas: Cada una de las series representa el valor acumulado en exceso de su tendencia estimada entre 2015 y 2019. Los activos financieros líquidos son efectivo y depósitos. Los activos no financieros se refieren a la formación bruta de capital. Otros activos financieros se calculan como un residuo e incluyen principalmente valores de renta variable y de renta fija.

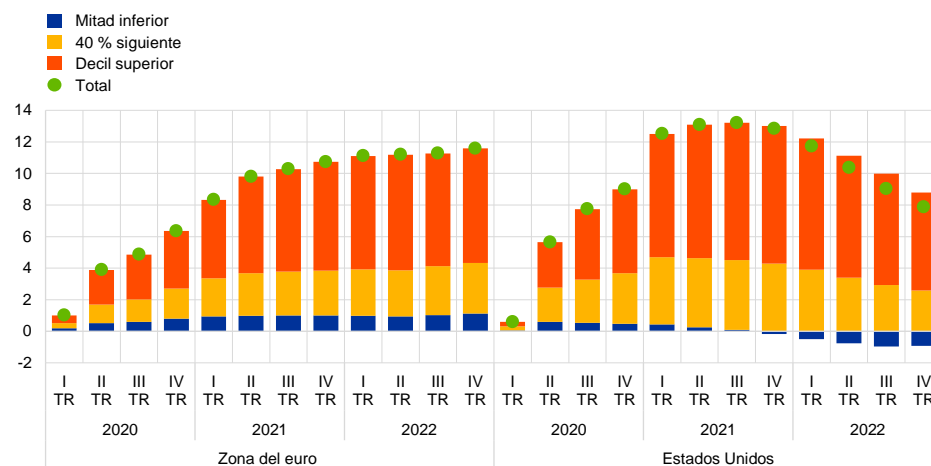
**En los tres últimos años, el volumen de exceso de ahorro se fue concentrando cada vez más en los hogares ricos a ambos lados del Atlántico.** El análisis de la distribución del exceso de ahorro entre los hogares combina su destino estimado por clase de activos (analizado anteriormente) con información procedente de encuestas sobre la composición de las carteras de los hogares de acuerdo con su riqueza neta<sup>14</sup>. La distribución implícita del ahorro extraordinario muestra una concentración cada vez mayor en los hogares con un nivel de riqueza relativamente alto, especialmente en Estados Unidos (gráfico B). La proporción de exceso de ahorro acumulado por los hogares situados en el decil superior de la distribución aumentó desde menos de la mitad en el primer trimestre de 2020 en las dos economías hasta casi dos tercios en la zona del euro y más de tres cuartas partes en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2022. En cualquier caso, la proporción relativamente más elevada de exceso de ahorro de los hogares con un nivel de riqueza bajo en la zona del euro no implica un impulso al consumo mayor que en el país americano. La explicación es que, en la zona del euro, el ahorro extraordinario se destinó, en su mayor parte, a activos relativamente ilíquidos, como inmuebles, y a la amortización de préstamos, que representan una proporción importante de las carteras de los hogares situados en la parte inferior de la distribución.

<sup>14</sup> Para la zona del euro, la distribución del exceso de ahorro entre los hogares se estima utilizando las cuentas distributivas de la riqueza (*Distributional Wealth Accounts*) experimentales del BCE, que combinan la evolución trimestral de las tenencias de activos en términos agregados con «instantáneas» de las tenencias de activos de los hogares obtenidas de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS). Para Estados Unidos, se estima empleando las cuentas financieras distributivas (*Distributional Financial Accounts*, DFA) de la Reserva Federal, que siguen una metodología similar para las tenencias de activos agregadas y las tenencias de activos de los hogares en la encuesta financiera de las familias estadounidense (*Survey of Consumer Finances*, SCF). Los últimos datos disponibles correspondientes a la HFCS y a la SCF se refieren a 2017 y a 2019, respectivamente.

## Gráfico B

### Distribución del exceso de ahorro acumulado, por grupos de hogares

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuentes: Eurostat, BCE (incluidas las *Distributional Wealth Accounts* experimentales), Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Reserva Federal (incluidas las *Distributional Financial Accounts*) y cálculos del BCE.

Notas: El modelo presenta tres grupos de hogares, correspondientes a los situados en la mitad inferior, en el 40 % siguiente y en el decil superior de la distribución del exceso de ahorro. La distribución del exceso de ahorro entre los hogares se obtiene multiplicando el porcentaje de activos de la cartera de cada grupo de hogares (cuentas distributivas) por el exceso de ahorro estimado para cada clase de activos.

**Se utiliza un modelo de agentes heterogéneos para vincular la distribución estimada del exceso de ahorro entre distintos tipos de activos y hogares con su impulso al consumo, teniendo en cuenta los efectos de equilibrio parcial y general.** El modelo refleja tres grupos de hogares, correspondientes a los situados en la mitad inferior, en el 40 % siguiente y en el decil superior de la distribución del exceso de ahorro. En un contexto de equilibrio parcial, cada grupo decide qué porcentaje del exceso de ahorro va a destinar al consumo o al ahorro en cada período según su propensión marginal al consumo (PMC), que se supone que depende de los activos que componen su exceso de ahorro. En un contexto de equilibrio general, las decisiones de consumo reflejan otros dos mecanismos. En primer lugar, el ahorro gastado por algunos hogares pasa a ser la renta que financia el consumo de otros hogares. Como resultado, el impulso al consumo de ese exceso de ahorro se prolonga y desaparece lentamente, a medida que ese ahorro se va canalizando poco a poco hacia los hogares con rentas altas y un nivel de riqueza elevado, que tienen una menor PMC. En segundo lugar, los hogares anticipan la expansión futura de la demanda agregada y suavizan su consumo ante la perturbación, siendo el efecto moderador implícito proporcional a la PMC de cada grupo de hogares<sup>15</sup>. Esto incentiva la acumulación de ahorro y limita la redistribución de la renta, acelerando así la canalización del exceso de ahorro hacia hogares con rentas y riqueza más altas y moderando el impulso al consumo<sup>16</sup>. En ambos escenarios, el banco central no reacciona al incremento de la demanda y mantiene fijo el tipo de interés. En conjunto, el posible impulso al consumo implícito en el

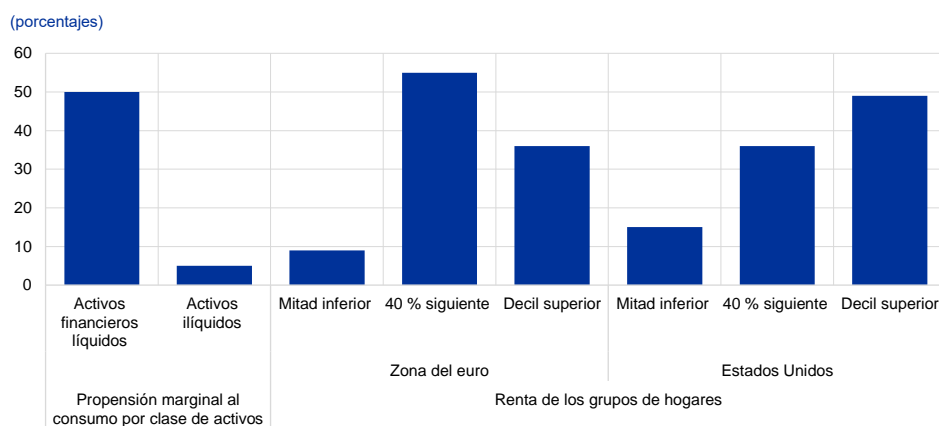
<sup>15</sup> En el modelo, la suma del consumo para cada grupo de hogares es igual a la demanda agregada y a la renta agregada.

<sup>16</sup> En un contexto de equilibrio general, el modelo presentado en este recuadro refleja la hipótesis de «expectativas racionales» descrita en *Auclert et al., op. cit.* En este caso, los hogares anticipan variaciones futuras de la renta agregada.

modelo generado por el uso del exceso de ahorro depende de la calibración de dos conjuntos de parámetros: i) la PMC para cada clase de activos y ii) el porcentaje de la renta total de cada grupo de hogares (gráfico C). La PMC se fija en el 50 % para los activos financieros líquidos y en el 5 % para los activos ilíquidos<sup>17</sup>. El porcentaje de renta se calibra en el 9 %, el 55 % y el 36 % en la zona del euro, y en el 15 %, el 36 % y el 49 % en Estados Unidos, para la mitad inferior, el 40 % siguiente y el decil superior de la distribución del exceso de ahorro, respectivamente.

### Gráfico C

#### Propensión marginal al consumo por clase de activos y renta de los grupos de hogares



Fuentes: Household Finance and Consumption Survey de 2017, Survey of Consumer Finances de 2019, Slacalek et al., op. cit., y cálculos del BCE.

Nota: Los activos financieros líquidos se refieren a efectivo y depósitos, los activos ilíquidos incluyen los activos no financieros y otros activos financieros, así como los préstamos a hogares (signo cambiado).

#### El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia se ha reducido en las dos economías y en la zona del euro ha sido menor que en Estados Unidos.

En un contexto de equilibrio parcial, el modelo se basa en el supuesto de que las decisiones de los hogares no tienen en cuenta la redistribución de la renta y la respuesta de los tipos de interés, de modo que el impulso al consumo solo viene determinado por la PMC de cada grupo de hogares. El impulso se calcula como la media ponderada de las PMC de los activos específicos, y las ponderaciones se determinan por las carteras de los grupos concretos en cada período. En este escenario, el impulso al consumo se redujo notablemente desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2021 en las dos economías y, en consonancia con la dinámica moderada del consumo, en la zona del euro ha continuado siendo relativamente débil en los tres últimos años en comparación con Estados Unidos (gráfico D)<sup>18</sup>. En un contexto de equilibrio general, las simulaciones

<sup>17</sup> Con respecto a la PMC, evidencia empírica reciente muestra que: i) la PMC media suele tener valores elevados y ii) el porcentaje de tenencias de activos líquidos en las carteras de los hogares es un importante factor determinante de la considerable heterogeneidad transversal de la PMC. Los valores específicos utilizados en este recuadro se han obtenido de J. Slacalek, O. Tristani y G. Violante, «Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area», *Journal of Economic Dynamics and Controls*, vol. 115, n.º 103879, junio de 2020. En cuanto al porcentaje de renta, los valores de este recuadro se calibran en función de la HFCS de 2017 para la zona del euro (distribución completa) y la SCF de 2019 para Estados Unidos (medianas).

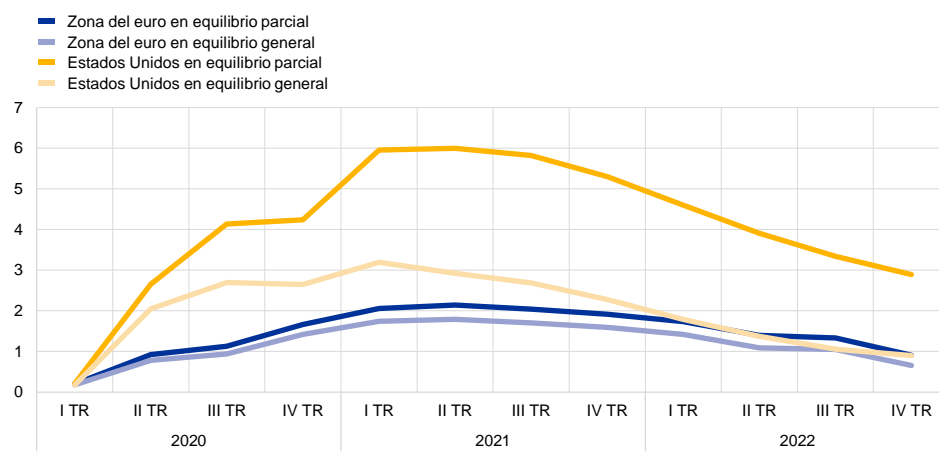
<sup>18</sup> Véanse el discurso de Philip Lane titulado «Inflation and monetary policy», que pronunció el 8 de mayo de 2023, y el recuadro titulado «Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 8, BCE, enero de 2023.

del modelo apuntan a que la suavización del consumo tiene un impacto moderador más acusado en Estados Unidos, reflejo de que su PMC media es mayor que la de la zona del euro. En este escenario, el impulso al consumo fue moderado en las dos economías al final de 2022.

## Gráfico D

### El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia

(desviaciones con respecto a la tendencia anterior a la pandemia, porcentajes de renta disponible tendencial)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Las simulaciones se basan en Auclert et al., op. cit.

**Otras consideraciones refuerzan los resultados implícitos en el modelo, en el sentido de que sigue habiendo un margen moderado de estímulo adicional al consumo privado derivado del exceso de ahorro, especialmente en la zona del euro.** En primer lugar, el origen diferente del exceso de ahorro contribuye a explicar el menor impulso al consumo en la zona del euro que en Estados Unidos. En la zona del euro, este ahorro extraordinario se generó, sobre todo, por las restricciones a la movilidad que limitaron el consumo, en particular en los servicios que requieren un alto grado de interacción social, en los que, por lo general, los hogares ricos (con una baja PMC) invierten una proporción mayor de su renta. En Estados Unidos, el exceso de ahorro procedió principalmente de los importantes paquetes de estímulo que apoyaron las rentas, en particular las de los hogares de la parte inferior de la distribución de la riqueza (con una alta PMC)<sup>19</sup>. En segundo lugar, la evolución reciente de los precios avala la opinión de que subsiste un ligero impulso al consumo derivado del exceso de ahorro en ambas economías. De hecho, la subida de los precios de consumo y la bajada de los precios de los activos en los últimos trimestres, amplificadas por el actual endurecimiento de la política monetaria y el deterioro de las condiciones de financiación, reducen aún más el impulso al consumo restante.

<sup>19</sup> El Gobierno de Estados Unidos pagó una cantidad determinada a los ciudadanos con rentas inferiores a 75.000 dólares estadounidenses. Esto implica que los ciudadanos con rentas bajas se beneficiaron más en proporción a su renta. Véase, por ejemplo, la descripción de los conceptos «Unemployment Compensation» (compensación por desempleo) y «Economic Impact Payments» (pagos por impacto económico) que facilitó el Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

## 2 *Earnings calls*: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas

Malin Andersson, Pedro Neves y Carolina Nunes

### Los *earnings calls* (presentaciones de resultados) pueden proporcionar información útil y oportuna sobre la confianza empresarial. Son

teleconferencias entre el consejo de administración de una empresa cotizada, los inversores, los analistas y los medios de comunicación en las que se analizan los resultados financieros de la empresa. Estas presentaciones suelen ser trimestrales<sup>1</sup>. NL Analytics ha automatizado la recuperación de información de transcripciones de *earnings calls* en inglés<sup>2</sup>. Este recuadro se centra en las empresas de la zona del euro de los principales sectores no financieros y se basa en búsquedas textuales de coincidencias con varios sinónimos. El objetivo es extraer índices trimestrales de confianza (o sentimiento) y de riesgo, que son particularmente oportunos, dado que la base de datos se actualiza cada dos semanas para el trimestre en curso.

**El análisis textual contribuye a obtener indicadores de las percepciones de las empresas.** El índice de confianza refleja el número de frases, respecto al total de un *earnings call*, que contienen una palabra específica que coincide con un tema determinado, y se expresa en términos netos, es decir, buenas noticias frente a malas noticias. El índice de riesgo muestra el número de veces que se menciona un tema en una frase conjuntamente con palabras clave, como «riesgo» e «incertidumbre»<sup>3</sup>. El elevado volumen de transcripciones, junto con las búsquedas textuales, genera un conjunto de datos de alta frecuencia a nivel de empresa de los índices de confianza y de riesgo. Para este recuadro se ha calculado la media y esta información se ha convertido en datos trimestrales estructurados del período comprendido entre el primer trimestre de 2002 y el primero de 2023. Los índices respectivos se validan en el sentido de que han evolucionado en línea con el ciclo económico en las dos últimas décadas y están correlacionados con los indicadores estándar de las variables correspondientes. También es posible recuperar citas de los *earnings calls* que capturan la narrativa dominante asociada a un movimiento particular y significativo de los índices.

**En la zona del euro, el índice de confianza de los beneficios empresariales continuó mejorando y superó las medias históricas en el segundo trimestre de 2023.** En las dos últimas décadas se ha observado una fuerte correlación entre el

<sup>1</sup> Sin embargo, en algunos casos, se celebran una vez cada seis meses o al año. La fecha exacta varía en función del trimestre.

<sup>2</sup> La base de datos de NL Analytics contiene las transcripciones de *earnings calls* de unas 14.000 empresas cotizadas de 82 países, la mayoría con sede en Estados Unidos, Reino Unido y otros países de habla inglesa. En promedio, 600 empresas de la zona del euro presentan resultados cada trimestre. El número de observaciones por trimestre en los primeros años de la muestra, que se remonta a 2002, era aproximadamente una cuarta parte de las que hay ahora.

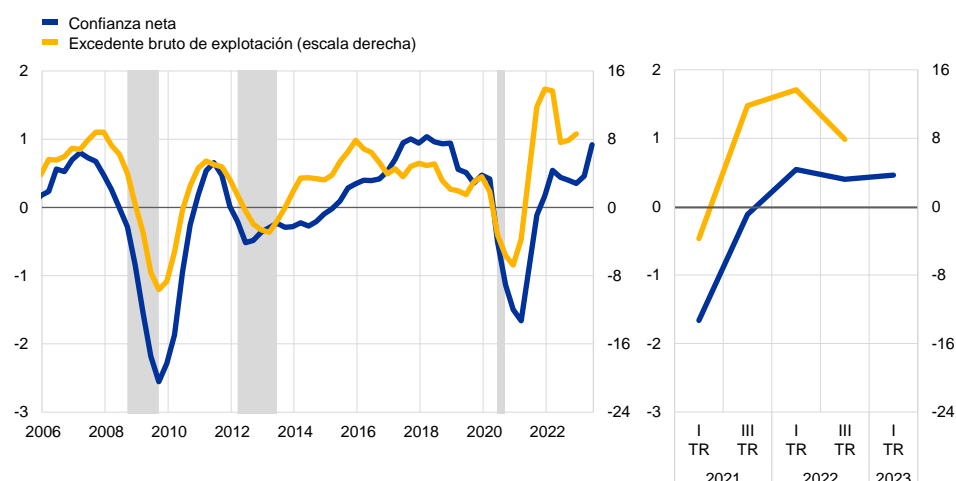
<sup>3</sup> Para consultar otro ejemplo de índice de riesgo calculado utilizando el análisis textual de las transcripciones de *earnings calls*, véase T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler y A. Tahoun, «Sources and Transmission of Country Risk», *NBER Working Paper*, n.º 29526, noviembre de 2021.

índice de confianza de los beneficios derivado de los *earnings calls* y los datos de las cuentas sectoriales sobre el excedente bruto de explotación del sector de sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro (panel izquierdo del gráfico A). Respecto del índice de confianza de los beneficios, el coeficiente de correlación anticipa hasta cuatro trimestres los aumentos del excedente bruto de explotación y alcanza un máximo de alrededor de 0,6. El índice presenta un claro patrón vinculado al ciclo, con caídas durante la crisis financiera mundial, la crisis de deuda soberana y la pandemia de COVID-19, lo que resulta compatible con el carácter cíclico de los beneficios. Tras una intensa recuperación en 2021, la confianza neta se estabilizó en cierta medida en 2022 y volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2023. La tasa de crecimiento del excedente bruto de explotación del sector de SNF disminuyó ligeramente —aunque mantuvo su vigor— en la segunda mitad de 2022, debido al endurecimiento de las condiciones de financiación y al debilitamiento de la demanda (panel derecho del gráfico A). Esta evolución está en línea con los datos de mercado y las encuestas sobre beneficios, lo que sugiere que el crecimiento de estos se ralentizó durante 2022, pero permaneció por encima de sus medias históricas. El excedente bruto de explotación de las SNF de la zona del euro ha superado el nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019 y ahora crece a un ritmo superior a la tendencia observada antes de la pandemia, lo que indica que, desde esta perspectiva, no hay recorrido para un proceso de recuperación (gráfico B). El fuerte crecimiento de los beneficios desde principios de 2021 podría haber estado impulsado por la persistencia de la demanda embalsada después de la pandemia, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y la sustituibilidad imperfecta de los factores de producción.

### Gráfico A

#### Confianza de los beneficios y excedente bruto de explotación de las SNF en la zona del euro

(z-score; tasas de variación interanual)



Fuentes: NL Analytics, BCE y cálculos del BCE.

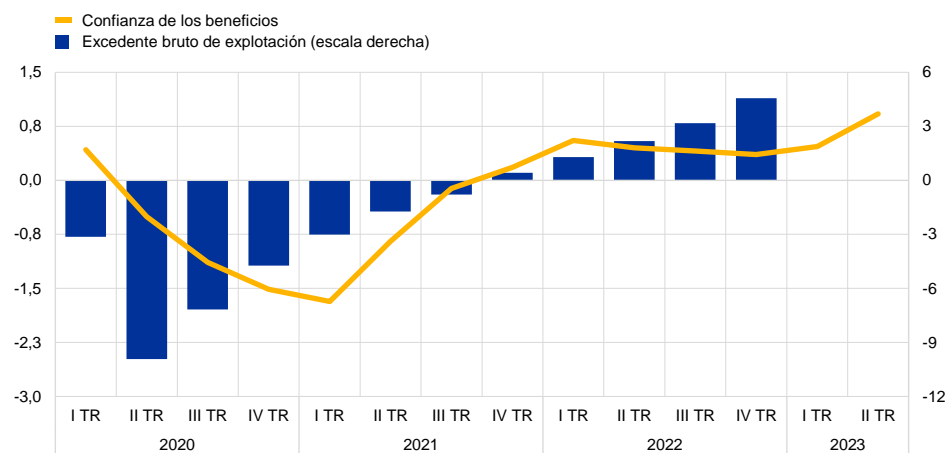
Notas: La confianza neta refleja la frecuencia con la que se repiten sinónimos de beneficios (ganancias, ingresos, etc.) en los *earnings calls* de las empresas. El z-score se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Los períodos de recesión aparecen señalados en gris. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al cuarto trimestre de 2022 para el excedente bruto de explotación.



## Gráfico B

### Confianza de los beneficios y excedente bruto de explotación de las SNC sin tendencia en la zona del euro

(z-score; tasas de crecimiento acumulado sin tendencia)



Fuentes: NL Analytics, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de crecimiento acumulado sin tendencia del excedente bruto de explotación se calcularon acumulando las diferencias entre la serie real y su tendencia previa a la pandemia (2002-2019) y dividiéndolas después por la tendencia prepandemia acumulada. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al cuarto trimestre de 2022 para el excedente bruto de explotación.

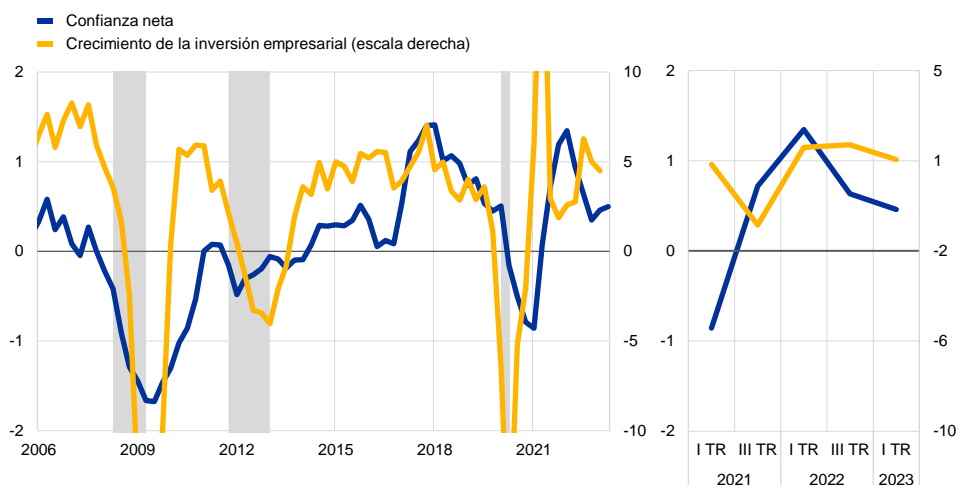
### La confianza de la inversión empresarial siguió mejorando ligeramente en el segundo trimestre de 2023.

En las dos últimas décadas, la confianza de la inversión en términos netos y la tasa de crecimiento de la inversión empresarial (excluido el componente volátil de inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda y Países Bajos) han mostrado una buena correlación (panel izquierdo del gráfico C). La correlación registra un máximo cuando el índice de confianza anticipa en dos trimestres al crecimiento de la inversión, con un coeficiente de correlación de 0,5. En 2021 y a principios de 2022, la confianza de la inversión continuó mejorando y superó su media histórica, junto con sólidas tasas de crecimiento intertrimestral de la inversión empresarial, gracias a la reapertura de la economía (panel derecho del gráfico C). Posteriormente en 2022 se deterioró en cierta medida, como consecuencia del debilitamiento de la demanda, los altos costes energéticos y la elevada incertidumbre. En el segundo trimestre de 2023 volvió a aumentar por encima de su media de largo plazo, en consonancia con la mejora de las condiciones de oferta y la disminución de los costes de la energía.

## Gráfico C

### Confianza de la inversión en la zona del euro

(z-score, escala derecha del panel izquierdo: tasas de variación interanual; escala derecha del panel derecho: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: NL Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La confianza de la inversión en términos netos refleja la frecuencia con la que se repiten la palabra «inversión» o sinónimos (inversión, inversión en capital, planes de inversión, etc.) en los *earnings calls* de las empresas. El z-score se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Los periodos de recesión aparecen señalados en gris. El crecimiento de la inversión empresarial excluye la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda y Países Bajos. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para la confianza neta y al primer trimestre de 2023 para la inversión empresarial.

**Si se analizan los sectores individuales, en lo que llevamos de 2023 la mayor confianza de los beneficios se ha observado en los servicios, mientras que la mayor confianza de la inversión ha correspondido al sector manufacturero.**

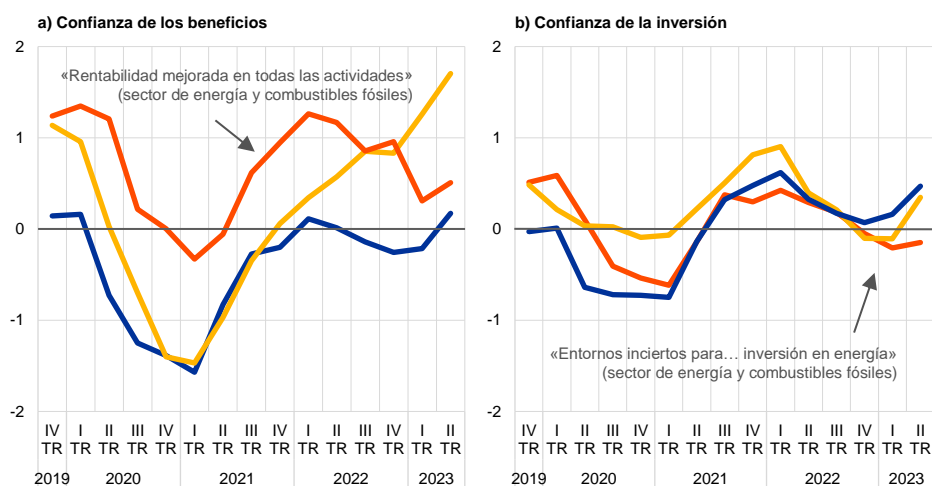
Durante la pandemia, la confianza de los beneficios se deterioró más en los servicios que en las manufacturas. Sin embargo, en la fase de recuperación posterior a la pandemia y de nuevo en la primera mitad de 2023, mejoró en mayor medida en los servicios que en el sector manufacturero (panel a del gráfico D). Esta evolución también es acorde con otros indicadores de confianza, como el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). No obstante, la confianza de la inversión ha empeorado notablemente desde principios de 2022 en los distintos sectores, aunque en los meses transcurridos de 2023 parece haber sido algo mejor en las manufacturas que en los servicios. En el sector de energía y suministros básicos, la confianza de los beneficios ha sido mayor que en los demás sectores en los tres últimos años, pero recientemente ha caído, debido a la evolución de los precios energéticos. La confianza de la inversión ha sido relativamente débil en esta rama de actividad, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre que rodea a la inversión en energía, y también en el contexto de la transición verde, como manifestó una empresa del sector (panel b del gráfico D).

## Gráfico D

### Confianza de los beneficios y de la inversión en la zona del euro en sectores seleccionados

(z-score)

- Manufacturas
- Total servicios
- Energía y suministros básicos



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Las series no reflejan la media de las series totales porque algunas empresas no están incluidas en las clasificaciones sectoriales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio).

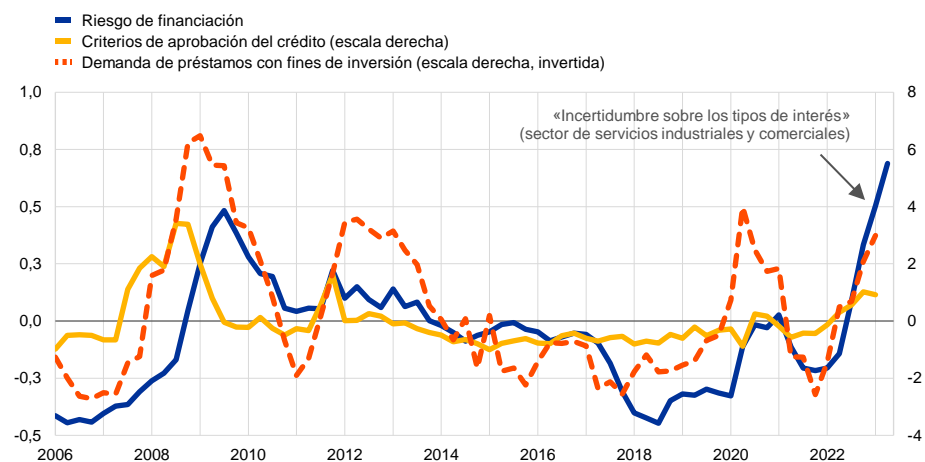
### En la actualidad, las empresas consideran que las condiciones de financiación constituyen un riesgo significativo.

Para este recuadro se ha elaborado también un indicador de riesgo de financiación buscando palabras clave, como «tipo de interés», «condiciones de financiación» y «costes de financiación», junto con «incertidumbre» y «riesgo». Durante la crisis financiera mundial, la percepción era que las condiciones de financiación presentaban un riesgo elevado, lo que es acorde con el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la disminución de los préstamos concedidos con fines de inversión, como puso de relieve la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (gráfico E). Las empresas de la muestra también parecen haber percibido que las condiciones de financiación planteaban un riesgo elevado durante la crisis de la deuda soberana. En la fase de recuperación de 2015 a 2019, las percepciones de riesgo sobre dichas condiciones se redujeron en general hasta niveles observados antes de la crisis financiera mundial. En lo que llevamos de 2023, tras un pequeño repunte durante la pandemia, las empresas han considerado que las condiciones de financiación representan un riesgo alto y creciente —habida cuenta de las rápidas subidas de los tipos de interés y de las recientes tensiones en los mercados financieros—, y los valores de los últimos trimestres han alcanzado niveles no observados desde la crisis financiera mundial. Aunque los indicadores no son directamente comparables, dado que el indicador de riesgo financiero es más amplio, existe cierta correlación con los criterios de aprobación del crédito. Según la encuesta sobre préstamos bancarios, la percepción de un mayor riesgo de financiación también está coincidiendo con la disminución de la demanda de préstamos con fines de inversión.

## Gráfico E

### Riesgo de financiación, criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos con fines de inversión en capital fijo en la zona del euro

(z-score, saldos netos)



Fuentes: NL Analytics, encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y cálculos del BCE.

Notas: La búsqueda textual para el indicador de riesgo de financiación incluye palabras clave como «tipos de interés», «condiciones de financiación» y «costes de financiación». Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre para los criterios de aprobación del crédito y la demanda de préstamos, y al segundo trimestre de 2023 (*earnings calls* realizados hasta el 12 de junio) para el riesgo de financiación.

### 3 Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro

Elke Hahn

**Los beneficios son un componente integrante de los precios de producción, al igual que los costes de producción, como los salarios o el coste de los insumos intermedios.** Las empresas determinan los beneficios deseados fijando los precios en un cierto nivel por encima de sus costes con el fin de conseguir una remuneración de su capital. Las dinámicas de los beneficios y de los salarios, captadas a través del deflactor del PIB, son determinantes importantes de la inflación subyacente, como muestra la fuerte correlación entre el deflactor del PIB e indicadores de la inflación subyacente tales como el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), excluidos la energía y los alimentos, o el IAPC sin energía (gráfico A)<sup>1</sup>. En este recuadro se analiza el impacto que han tenido los beneficios en la inflación de origen interno sobre la base de los beneficios unitarios obtenidos de las cuentas nacionales<sup>2,3</sup>. También se examina cómo los indicadores de beneficios extraídos de las cuentas de los sectores institucionales, que se aproximan más a los beneficios empresariales, han contribuido a la inflación interna y cómo encajan las señales actuales procedentes de los beneficios unitarios basados en las cuentas nacionales con las señales provenientes de los *mark-ups* y los indicadores de márgenes extraídos de las cuentas de las empresas.

---

<sup>1</sup> Esto es aplicable a pesar de las diferencias conceptuales entre los dos tipos de indicador. Existen diferencias conceptuales en cuanto a la cobertura de las presiones inflacionistas, por ejemplo, dado que el deflactor del PIB abarca solo los componentes de valor añadido, mientras que los indicadores de la inflación subyacente incluyen todos los componentes del precio de producción. Del mismo modo, el deflactor del PIB capta las presiones de precios en la economía interna, mientras que indicadores como el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, reflejan la evolución de los precios en los sectores de bienes de consumo en cuestión, independientemente de si esos bienes o servicios se producen internamente o se importan.

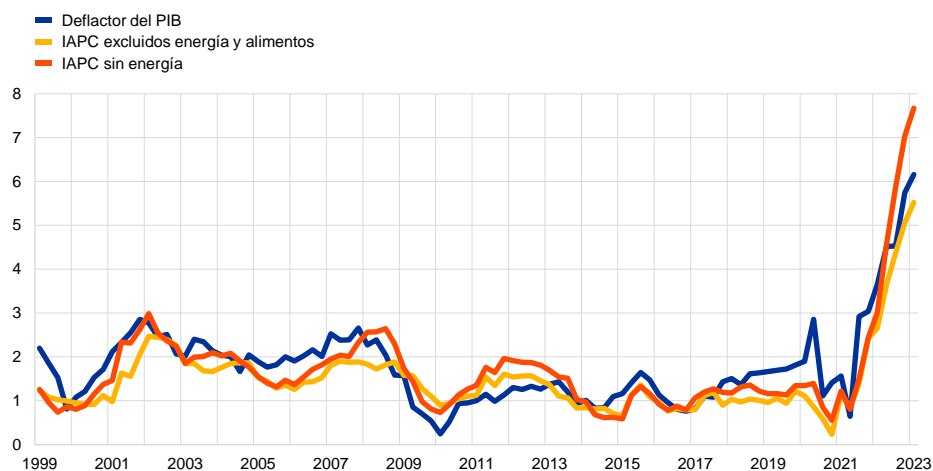
<sup>2</sup> Cabe señalar que los beneficios unitarios y los beneficios empresariales son conceptualmente distintos, como se explica más adelante en este recuadro.

<sup>3</sup> Véase también Ó. Arce, E. Hahn y G. Koester, «[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo de 2023.

## Gráfico A

### Presiones inflacionistas internas y selección de indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de beneficios difieren en cuanto a su alcance y objetivos.** En las cuentas nacionales, el papel de los beneficios en las presiones inflacionistas internas se analiza utilizando los beneficios unitarios, que se definen como el excedente bruto de explotación (EBE) y la renta mixta por unidad de PIB real. Las estimaciones del BCE permiten calcular este indicador también para el sector de sociedades no financieras (SNF). Otro indicador de beneficios disponible en las cuentas nacionales para el análisis de la inflación es el denominado indicador de márgenes, que se calcula como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y los costes laborales unitarios. Con él se evalúa en qué medida la evolución de los beneficios ha reforzado o amortiguado la contribución de los costes laborales unitarios a la evolución de las presiones inflacionistas internas. Dos indicadores de beneficios que pueden extraerse de las cuentas de las empresas son el *mark-up* y el margen de beneficios. El *mark-up* se define como la ratio entre los precios y los costes marginales. Estos últimos suelen aproximarse, en la práctica, por los costes medios. Este indicador puede utilizarse para analizar las estrategias de fijación de precios de las empresas. Un indicador de los márgenes que se utiliza habitualmente y se obtiene de las cuentas de resultados de las empresas en el contexto del método del coste de ventas es el margen bruto de explotación. Este se calcula como los beneficios brutos divididos por la cifra de negocios, donde los beneficios brutos son la cifra de negocios menos los costes operativos (es decir, menos el coste de los materiales y la mano de obra, entre otras partidas).

**Los beneficios unitarios pueden verse afectados por la evolución de los consumos intermedios.** El PIB se basa en el concepto de valor añadido. Incluye las contribuciones realizadas por los beneficios (definidos como EBE y renta mixta) y la remuneración de los asalariados, así como los impuestos (netos de subvenciones) sobre la producción, pero, a diferencia de la producción bruta, no

incluye los consumos intermedios (como el consumo de energía o materiales)<sup>4</sup>. Sin embargo, dado que los consumos intermedios ya se deducen en su totalidad del PIB, la evolución de los beneficios puede ofrecer indicaciones de en qué medida una variación de los costes de los consumos intermedios se refleja en el precio de producción. Dejando de lado otros efectos sobre los beneficios unitarios, una situación en la que se producen grandes aumentos de los costes de los consumos intermedios (como se ha observado en los dos últimos años) acompañados también de una evolución más débil de los beneficios unitarios sería indicativa de que los beneficios han amortiguado (en su totalidad o en parte) el incremento de los costes de forma que no se traslade (al menos íntegramente) al precio de producción. En cambio, si la evolución de los beneficios unitarios permanece prácticamente sin variación o incluso se fortalece en dicha situación, ello sugiere que el precio de producción se ha incrementado por el mismo importe que el aumento de costes, o incluso más.

**Las presiones inflacionistas internas, medidas por el deflactor del PIB, han repuntado con fuerza desde mediados de 2021, con contribuciones significativas de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios.**

En el primer trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB de la zona del euro alcanzó un máximo histórico del 6,2 %, frente al 5,7 % del trimestre anterior, tras haberse situado en un mínimo del 0,6 % en el segundo trimestre de 2021 (gráfico B). Su tasa media entre 1999 y 2019 (es decir, en el período previo a la crisis del coronavirus —COVID-19—) fue del 1,6 %. Como muestra el gráfico B, tanto los costes laborales unitarios como los beneficios unitarios han contribuido al aumento del deflactor del PIB en el último año y medio. La contribución de los beneficios unitarios ha sido especialmente importante en los tres últimos trimestres, ya que representaron aproximadamente el 60 % del crecimiento total del deflactor del PIB (un valor mayor que la participación del 42 % que tienen el EBE y la renta mixta en el PIB nominal)<sup>5</sup>. La contribución de las subvenciones al deflactor del PIB fue singularmente elevada durante la crisis del COVID-19 como consecuencia del apoyo público relacionado con los programas de mantenimiento del empleo, pero más recientemente también se ha observado una contribución inusualmente alta debido al apoyo público proporcionado durante la crisis energética.

---

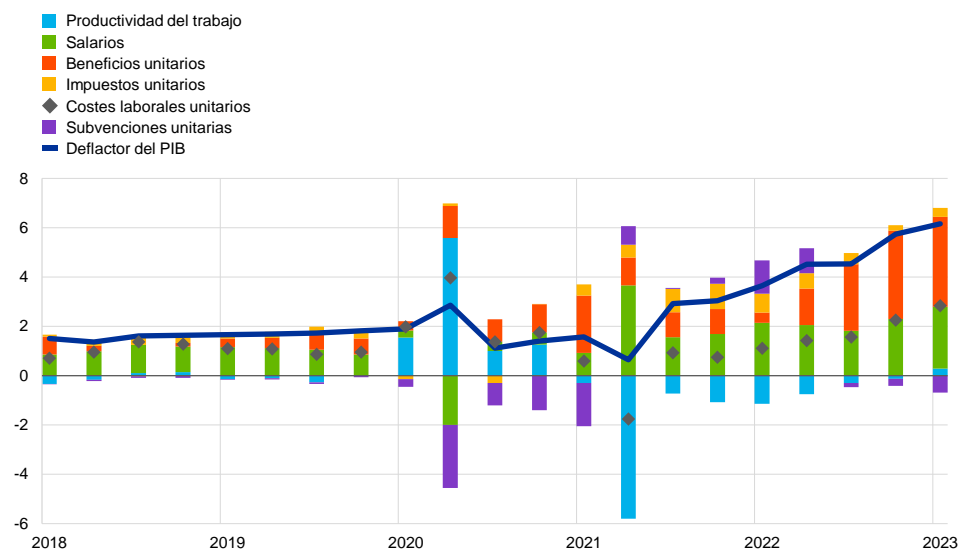
<sup>4</sup> En las estadísticas de las tablas *input-output* hay disponible una medida de la producción bruta. Sin embargo, el hecho de que estos datos no se publiquen con prontitud limita su aplicación en el análisis de políticas económicas.

<sup>5</sup> A diferencia del gráfico B, el gráfico 1 en Arce *et al.*, *op. cit.* ofrece un desglose del deflactor del PIB que incluye una corrección de la renta de los trabajadores autónomos. Cabe señalar que las diferencias entre los dos gráficos en lo que se refiere a la contribución de los beneficios unitarios son pequeñas.

## Gráfico B

### Deflactor del PIB y contribuciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### El EBE y la renta mixta que se utilizan en el indicador de beneficios unitarios reflejan un concepto amplio de beneficios.

El EBE abarca todos los sectores institucionales, mientras que la renta mixta corresponde al sector hogares (que también incluye a las empresas sin personalidad jurídica). La renta mixta puede interpretarse como los beneficios de los trabajadores autónomos o de las empresas sin personalidad jurídica después de deducir los distintos costes en que hayan incurrido. Sin embargo, estos beneficios siguen incluyendo la remuneración del factor trabajo de los autónomos. Una forma habitual de corregir por las rentas del trabajo que se incluyen en la renta mixta es asumir que los trabajadores autónomos ganan el mismo salario medio que los trabajadores por cuenta ajena y sustraer estas rentas laborales imputadas del componente de EBE y renta mixta<sup>6</sup>. El EBE y la renta mixta también incluyen los ingresos procedentes de servicios de vivienda (es decir, los alquileres, que afectan a todos los sectores institucionales de la economía, así como los alquileres imputados por la vivienda en propiedad, que solo afectan al sector hogares). Generalmente, no se considera que los ingresos de los autónomos y procedentes de la vivienda formen parte de los beneficios empresariales<sup>7</sup>. Otro elemento del componente de EBE y renta mixta que es importante mencionar en este contexto es el consumo de capital fijo. Este representa la renta de capital obtenida, pero también puede considerarse un coste que afrontan las empresas, ya que es necesario para sustituir el capital depreciado. Por tanto, una mejor aproximación (*proxy*) de los beneficios empresariales es el EBE o el excedente neto de explotación (ENE) de las sociedades no financieras de

<sup>6</sup> Esta corrección por las rentas de los autónomos suele realizarse cuando se calcula la típica contribución de los beneficios al deflactor del PIB de la zona del euro. Véase, por ejemplo, el gráfico 1 en Arce *et al.*, *op. cit.*

<sup>7</sup> Para un análisis detallado reciente, véase J. Haskel, «What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?», discurso pronunciado en el Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25 de mayo de 2023.



las cuentas sectoriales, donde la cifra neta se calcula como el excedente bruto de explotación de las SNF menos el consumo de capital fijo. Un último punto en la determinación de lo que constituyen beneficios se refiere al impacto de las subvenciones (incluidas en el componente de impuestos menos subvenciones del PIB). Dependiendo del destinatario, dichas subvenciones se incluyen en los beneficios o en las rentas del trabajo y se compensan en la descomposición del deflactor del PIB a través del componente de subvenciones. La crisis del COVID-19 y la crisis energética han dado lugar a subvenciones excepcionalmente cuantiosas en los últimos años, ya que el apoyo público a través de programas de mantenimiento del empleo y en relación con la crisis energética se ha facilitado, en parte, en forma de subvenciones. Por tanto, las subvenciones han tenido un impacto visible en los componentes de trabajo y de beneficios en los últimos años<sup>8</sup>. Claramente, dichas subvenciones pagadas a las empresas tienen que diferenciarse, de los beneficios empresariales. Sin embargo, cualquier financiación adicional en forma de subvenciones podría afectar, en principio, a los planes de las empresas para ajustar sus precios.

**Los datos sectoriales sugieren que la evolución del EBE y del ENE de las sociedades no financieras ha sido un importante factor determinante del vigor reciente de los beneficios unitarios totales.**

Como se ha señalado, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras están más próximos a los beneficios empresariales que el componente de EBE y renta mixta, que se refiere al conjunto de la economía. El gráfico C presenta la contribución del excedente neto de explotación de las SNF, el consumo de capital fijo de las SNF y otros ingresos a los beneficios unitarios del conjunto de la economía que figuran en el gráfico B. Dicha descomposición muestra que, si bien los tres componentes se han fortalecido en los últimos trimestres, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras han mostrado un mayor dinamismo recientemente que los beneficios unitarios totales y han sido determinantes importantes del repunte de estos últimos<sup>9</sup>. Su contribución al crecimiento cada vez más vigoroso del deflactor del PIB en la segunda mitad de 2022 fue apreciable. Esto muestra que las empresas, en términos agregados, no han amortiguado los aumentos de costes; de hecho, sugiere que sus precios han subido en mayor medida que sus costes, contribuyendo de esta manera al repunte de la inflación interna.

---

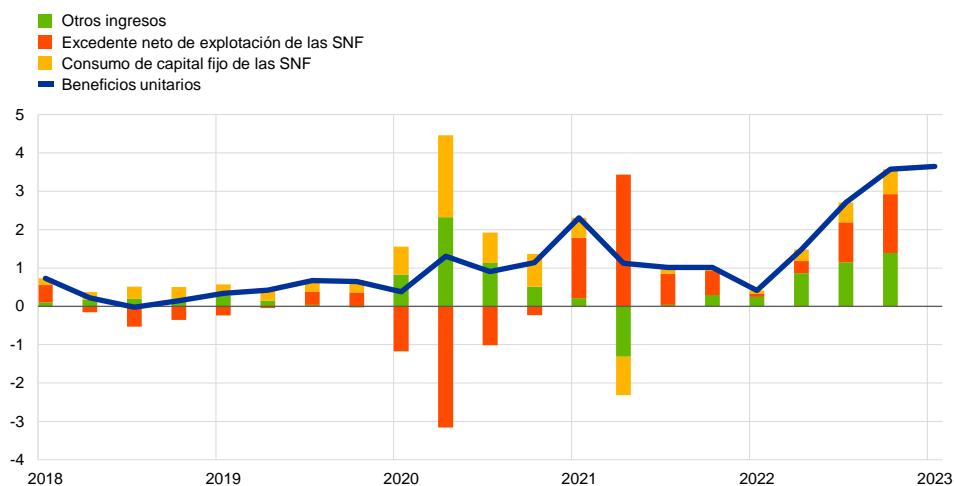
<sup>8</sup> Si bien las subvenciones relacionadas con los programas de mantenimiento del empleo durante la recesión del COVID-19 estuvieron dirigidas principalmente a la estabilización de las rentas del trabajo y se reflejaron directamente en dicho componente de la renta, también tuvieron un impacto visible en el componente de beneficios unitarios, que fue mucho más resistente que en recesiones anteriores. Aunque las empresas suelen tratar de retener a sus empleados en las primeras fases de una recesión a costa de los beneficios unitarios, esta presión a la baja sobre los beneficios unitarios parece haber quedado aliviada por el uso mucho más generalizado de los programas de mantenimiento del empleo en el contexto de la recesión provocada por el COVID-19. Véase el recuadro titulado «El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19», *Boletín Económico*, número 2, BCE, marzo de 2021.

<sup>9</sup> Aunque el EBE y el ENE de las sociedades no financieras representan el 54 % y el 28 %, respectivamente, del total de EBE y renta mixta del conjunto de la economía, en la segunda mitad de 2022 explicaron una mayor proporción (de casi el 60 % y de más del 40 %, respectivamente) de la contribución realizada por los beneficios unitarios. Con participaciones en el PIB nominal de aproximadamente el 23 % y el 12 %, respectivamente, el EBE y el ENE de las sociedades no financieras representaron alrededor del 36 % y del 25 %, respectivamente, del crecimiento total del deflactor del PIB.

## Gráfico C

### Desglose de la contribución de los beneficios unitarios

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para los beneficios unitarios y al cuarto trimestre de 2022 para los componentes.

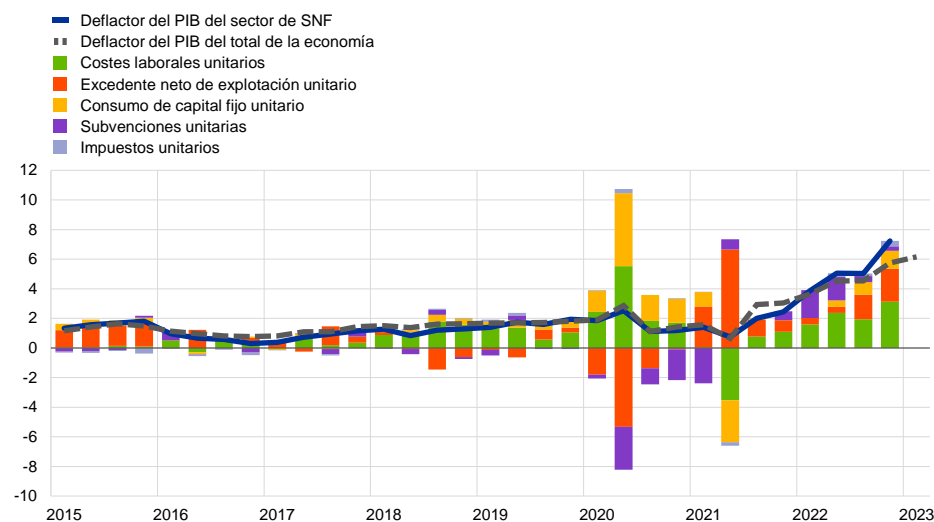
**Las presiones inflacionistas internas en el sector de SNF han superado las observadas en el conjunto de la economía en trimestres recientes, lo que refleja el fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios, así como una contribución desproporcionadamente elevada de los excedentes de explotación unitarios (gráfico D).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB del sector de SNF se elevó al 7,2 % en el cuarto trimestre de 2022, superando así en 1,5 puntos porcentuales las presiones inflacionistas de origen interno en el conjunto de la economía. Esta evolución supone una desviación con respecto a las regularidades históricas, dado que la tasa de crecimiento del deflactor del PIB del sector de SNF normalmente ha sido inferior a la cifra equivalente correspondiente al total de la economía<sup>10</sup>. El vigoroso crecimiento reciente del deflactor del PIB del sector de SNF ha reflejado, en parte, el intenso avance de los costes laborales unitarios de ese sector, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2022 (0,6 puntos porcentuales por encima de la tasa equivalente para el total de la economía). Pese a esta evolución, el EBE y el ENE contribuyeron de forma desproporcionadamente elevada a las presiones inflacionistas internas en el sector de SNF en la segunda mitad de 2022 y explicaron cerca del 50 % de estas presiones en términos brutos y algo más del 30 % en términos netos, claramente por encima de sus participaciones respectivas en el PIB nominal (alrededor del 40 % y del 20 %, respectivamente).

<sup>10</sup> En el período transcurrido entre 2002 y 2021 (es decir, antes de los fuertes aumentos recientes), la tasa de crecimiento media del deflactor del PIB del sector de SNF era del 1,1 %, frente a una tasa del 1,6 % para el conjunto de la economía. Obsérvese que el deflactor del PIB del sector de SNF se basa en estimaciones internas del BCE y solo está disponible a partir de 2002.

## Gráfico D

### Deflactor del PIB del sector de SNF y contribuciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el deflactor del PIB del conjunto de la economía y al cuarto trimestre de 2022 para los demás datos.

### Los determinantes macroeconómicos tradicionales habrían apuntado a una evolución mucho más débil de los beneficios unitarios, lo que indica que su crecimiento reciente se ha debido principalmente a factores menos habituales.

Normalmente, los beneficios unitarios se ven influenciados en particular por el ciclo económico y la relación real de intercambio<sup>11</sup>. Habría cabido esperar que la desaceleración cíclica de la actividad económica hasta el primer trimestre de 2023 y la evolución adversa de la relación real de intercambio en 2022 hubieran frenado la dinámica de los beneficios unitarios. Un primer motivo de la fortaleza inusual de estos beneficios es el hecho de que la demanda ha sido superior a la oferta en muchos sectores, pues la pandemia generó restricciones de oferta generalizadas y, posteriormente, se desarrolló la demanda embalsada. Un segundo motivo es que la dinámica de elevados precios de los insumos (por ejemplo, de la energía) ha hecho que a las empresas les resulte más fácil subir los precios, ya que en dicha situación cuesta más determinar si el alza de los precios se ha debido al incremento de los costes o al aumento de los beneficios unitarios<sup>12</sup>. Asimismo, las expectativas de fuertes subidas adicionales de los precios de los insumos podrían haber inducido a las empresas a adelantar los incrementos de los precios para suavizar las variaciones de precios a lo largo del tiempo<sup>13</sup>. Otra razón posible es el hecho de que el entorno de elevada inflación generado por la perturbación de la relación real de

<sup>11</sup> Véanse el recuadro titulado «La influencia de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, septiembre de 2019, y el recuadro titulado «El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19», *Boletín Económico*, número 2, BCE, marzo de 2021.

<sup>12</sup> Para consultar evidencia de la relación entre la inflación y el crecimiento de los beneficios, véase M. Andler y A. Kovner, «Do corporate profits increase when inflation increases?», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 de julio de 2022.

<sup>13</sup> Véase A. Glover, J. Muñer-del-Río y A. von Ende-Becker, «How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?», *Economic Review*, vol. 108, n.º 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, primer trimestre de 2023.

intercambio ha acarreado una disminución significativa de renta real para la economía interna, y los trabajadores y las empresas posiblemente intentarán recuperar esas pérdidas.

**Recientemente también se ha analizado la influencia de los beneficios (empresariales) sobre la inflación atendiendo a los *mark-ups* estimados y a los márgenes de beneficios calculados a partir de las cuentas de las empresas.**

Aunque otros estudios basados en datos sobre beneficios y beneficios unitarios obtenidos de las cuentas nacionales corroboran las conclusiones de este recuadro<sup>14</sup>, el hecho de que las estimaciones de *mark-ups* y los márgenes empresariales obtenidos a partir de las cuentas de las empresas prácticamente no varíen suele interpretarse como indicativo de que la influencia de los beneficios en la inflación está menos clara<sup>15</sup>. Sin embargo, las comparaciones de los conceptos subyacentes y los ejemplos estilizados de las formas en que estos diferentes indicadores responden a una perturbación de costes de los insumos intermedios muestran que sus movimientos respectivos ofrecen, de hecho, una imagen coherente.

**En una situación caracterizada por elevados aumentos de los costes de los consumos intermedios, el hecho de que los *mark-ups* observados se mantengan prácticamente sin variación es compatible, de hecho, con unas mayores presiones inflacionistas procedentes de los beneficios unitarios.**

La literatura económica ha puesto el foco recientemente en el papel que desempeñan los beneficios en la inflación, centrándose en la cuestión de si es posible obtener información sobre el comportamiento de las empresas a partir de los datos de las cuentas nacionales. En la teoría microeconómica, las empresas suelen caracterizarse por fijar sus precios como un *mark-up* sobre sus costes marginales. En consecuencia, las presiones inflacionistas pueden derivarse tanto de los costes marginales como del *mark-up*. Este último suele utilizarse para evaluar las estrategias de formación de precios de las empresas, que se considera que no cambian si el *mark-up* no varía. En presencia de fuertes incrementos de los costes, el mantenimiento sin variación del *mark-up* implica igualmente elevados aumentos de los beneficios unitarios. Desde la perspectiva de una empresa, puede considerarse que el hecho de que el *mark-up* permanezca estable supone que no cambia la estrategia de formación de precios y, a este respecto, puede interpretarse que el *mark-up* no contribuye activamente a las presiones inflacionistas, dado que los beneficios simplemente están mostrando el mismo intenso dinamismo que los costes totales. Sin embargo, desde una perspectiva de análisis macroeconómico y de la inflación, cualquier alza de un componente de un precio contribuye a la

<sup>14</sup> Véanse, por ejemplo, J. Ragnitz, «Gewinninflation und Inflationsgewinner», ifo Institute, 7 de diciembre de 2022; A. Capolongo, M. Kühn y V. Skovorodov, «Firms' profits: cure or curse?», *ESM Blog*, 12 de mayo de 2023; y Comisión Europea, «Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges», 15 de mayo de 2023.

<sup>15</sup> Véanse, por ejemplo, F. Colonna, R. Torrini y E. Viviano, «The profit share and firm mark-up: how to interpret them?», Occasional Paper n.º 770, Banca d'Italia, mayo de 2023, sobre la cuestión de los *mark-ups*, y C. Schlautmann, «Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt», *Handelsblatt*, 11 de mayo de 2023, sobre los márgenes obtenidos de las cuentas de las empresas.

inflación, independientemente de si se ha producido un cambio en el proceso de fijación de precios subyacente<sup>16</sup>.

**El cuadro A proporciona ejemplos estilizados de la evolución de los *mark-ups* y de los beneficios unitarios en respuesta a una perturbación de costes de los insumos intermedios.** En el cuadro se distingue, sobre la base de una estructura de costes hipotética, entre una situación (caso 1) en la que el *mark-up* sobre los costes totales permanece sin variación tras la perturbación de costes de los insumos intermedios y una situación (caso 2) en la que solo el aumento puro de los costes de los insumos se transmite al precio de producción (y el *mark-up* cambia en consecuencia). En el caso 1, un incremento del 67 % en los costes de los insumos en el período T1 implica un aumento del 33 % en los costes totales. Si se aplica un *mark-up* constante del 20 % sobre los costes totales, los beneficios y los beneficios unitarios de la empresa también se elevan un 33 %, impulsando de este modo la inflación junto con la perturbación de costes de los insumos inicial. En el caso 2, los costes de los insumos y los costes totales se incrementan en la misma cantidad que en el caso 1, pero solo el aumento puro de los costes se traslada al precio, al tiempo que los beneficios no se ajustan en respuesta a la perturbación de costes de los insumos. En esta situación, el precio sube menos que en el caso 1 (28 %), lo que implica una disminución del *mark-up*. Los beneficios y los beneficios unitarios permanecen sin cambios, por lo que no contribuyen a impulsar la inflación. Así pues, estos ejemplos muestran que, en presencia de una perturbación de costes de los insumos, los ascensos de los beneficios unitarios y su contribución a la inflación pueden ser compatibles con un *mark-up* constante y, por tanto, con un proceso de formación de precios que permanece inalterado. También indican que el *mark-up* debe descender si los beneficios unitarios se mantienen sin variación ante una perturbación de costes de los insumos.

---

<sup>16</sup> Colonna *et al.*, *op. cit.* también muestran que las variaciones de la participación de los beneficios en el valor añadido no siempre coinciden con las del *mark-up*, y que, como en el caso de los beneficios unitarios, la participación de los beneficios no puede considerarse un indicador inequívoco de cambios en el proceso de fijación de precios.

## Cuadro A

Ejemplo estilizado de la evolución de los indicadores de beneficios en respuesta a una perturbación de costes de los insumos

Indicadores de las cuentas nacionales	Período inicial (T0)	Caso 1		Caso 2	
		Supuesto de <i>mark-up</i> constante		Supuesto de <i>mark-up</i> no constante	
		T1	Variación porcentual T0 a T1	T1	Variación porcentual T0 a T1
<i>Mark-up</i> sobre costes totales	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Unidades reales (ventas)	100	100	0 %	100	0 %
Costes intermedios	6.000	10.000	67 %	10.000	67 %
Costes laborales	6.000	6.000	0 %	6.000	0 %
Costes totales = costes intermedios + costes laborales	12.000	16.000	33 %	16.000	33 %
Beneficios	2.400	3.200	33 %	2.400	0 %
Producto bruto nominal = costes totales + beneficios	14.400	19.200	33 %	18.400	28 %
Beneficios unitarios = beneficios / unidades reales	24	32	33 %	24	0 %
Precio = producto bruto nominal / unidades reales	144	192	33%	184	28%
Participación de los beneficios = beneficios / (beneficios + costes laborales)	29%	35%	22%	29%	0%
Participación de los beneficios = beneficios / producto bruto nominal	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Fuente: BCE.

Nota: En el caso 1, se asume que el *mark-up* sobre los costes totales se mantiene constante; en el caso 2, el cálculo del *mark-up* se basa en el supuesto de que el precio solo refleja los costes de los insumos adicionales, no los beneficios adicionales.

**Del mismo modo, en una situación caracterizada por fuertes subidas de los costes de los insumos, el mantenimiento de los márgenes brutos de explotación procedentes de las cuentas de las empresas también puede ser compatible con mayores presiones inflacionistas procedentes de los beneficios.** Como se ha señalado, un indicador de los márgenes utilizado comúnmente que puede extraerse de las cuentas de las empresas es el margen bruto de explotación, que se define como los beneficios brutos divididos por la cifra de negocios. Pese a las diferencias en términos del concepto y las fuentes de datos subyacentes, el margen bruto de explotación puede considerarse, en términos generales, la contrapartida de la participación de los beneficios sobre la producción final (definida dicha participación como la ratio de beneficios sobre el producto bruto nominal) en las cuentas nacionales. Sobre esta base, del cuadro A puede inferirse que el margen bruto de explotación permanece sin variación en el caso 1 (donde el *mark-up* es constante), lo que es compatible con un aumento de los beneficios unitarios y presiones inflacionistas procedentes de los beneficios. En el caso 2 (donde solo el incremento de los costes de los insumos se refleja en el precio y los beneficios unitarios no cambian), el margen bruto de explotación disminuye, ya que los beneficios brutos no varían, mientras que la cifra de negocios crece.

**En conjunto, los beneficios unitarios han crecido con fuerza en los últimos trimestres y han contribuido de forma ostensible a las presiones inflacionistas internas en la zona del euro, pero se espera que amortigüen parte de la**

**traslación de los mayores costes laborales.** El vigoroso crecimiento se ha observado no solo en el indicador amplio de los beneficios unitarios basados en el EBE y la renta mixta, sino también en los indicadores de beneficios con una definición más restringida disponibles en las cuentas nacionales que están relacionados más estrechamente con los beneficios empresariales. En el contexto de las intensas subidas de los costes de los insumos intermedios, este panorama de dinamismo de los beneficios unitarios y de efectos al alza sobre la inflación es compatible con el mantenimiento prácticamente sin variación de los *mark-ups* y de los márgenes brutos de explotación observado en las cuentas de las empresas. De cara al futuro, la liberación de la demanda embalsada durante la pandemia, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y el impacto moderador del endurecimiento de la política monetaria deberían significar que las empresas están sometidas a mayores presiones para absorber el fuerte crecimiento de los salarios y el consiguiente avance de los costes laborales unitarios utilizando los beneficios unitarios.

## 4 La evolución de la participación de los salarios en la renta total en la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár y Tobias Schuler

**La evolución reciente de la actividad económica y el repunte de la inflación han suscitado interrogantes sobre la distribución de la renta entre los factores de producción, en concreto el trabajo y el capital.** La participación de los salarios en la renta total (o porcentaje de los ingresos del factor trabajo en la renta total) es un indicador que puede reflejar algunos de estos aspectos distributivos. Este indicador muestra el porcentaje de la renta nominal interior asignada al factor trabajo, que en este recuadro se calcula como la remuneración total de los asalariados, corregida por el porcentaje de trabajadores por cuenta propia, y dividida por el valor añadido bruto nominal<sup>1</sup>. La participación de los salarios en la renta total presenta una relación muy estrecha con los márgenes<sup>2</sup>. Su evolución obedece tanto a factores estructurales a largo plazo, como los cambios tecnológicos, la globalización, la reasignación sectorial y las características institucionales (incluidos cambios en la regulación de los mercados laborales y de productos y en los marcos de fijación de los salarios [mínimos]), como a determinantes del ciclo económico más a medio plazo, por ejemplo el grado de tensionamiento del mercado de trabajo y el poder de negociación de los trabajadores<sup>3</sup>. La participación de los salarios en la renta total puede ser un importante indicador de la existencia de presiones inflacionistas a través de efectos de segunda ronda en los precios.

**En la zona del euro, la participación de los salarios en la renta total ha disminuido desde que comenzó la guerra de agresión de Rusia contra Ucrania, después de mostrar cierta volatilidad durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico A).** Dicha participación era ligeramente superior al 62 % al final de 2019, próxima a su media de largo plazo. Tras el inicio de la pandemia aumentó de forma acusada hasta situarse por encima del 65 % en el segundo trimestre de 2020. Este aumento reflejó la desvinculación entre el crecimiento del valor añadido y

<sup>1</sup> La corrección del numerador por los trabajadores por cuenta propia asume que ganan el mismo salario medio que los trabajadores por cuenta ajena en sus sectores respectivos. El denominador «valor añadido bruto nominal» es el resultado de la suma de las rentas de los factores productivos situados en la zona del euro (remuneración de los asalariados, excedente bruto de explotación y renta mixta), el consumo de capital fijo (o depreciación) y «otros impuestos menos subvenciones a la producción». Es lo mismo que el «producto interior bruto a precios básicos». La desagregación por sectores de actividad sigue la clasificación NACE e incluye el sector de servicios públicos, integrado por la administración pública, defensa, educación y sanidad. Por definición, la participación de los salarios del sector de Administraciones Públicas es del 100 %. Ello se debe a que los servicios de las Administraciones Públicas no se venden en los mercados, o solo de manera marginal, por lo que no es posible calcular la participación de los salarios de este sector.

<sup>2</sup> Para información más detallada sobre la evolución reciente de los márgenes, véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, A. Guschanski y Ö. Onaran, «The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD», *Socio-Economic Review*, vol. 20, número 3, julio de 2022, pp. 1091-1124, y A. Velasquez, «Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share», *IMF Working Paper*, n.º 23/32, Fondo Monetario Internacional, febrero de 2023.

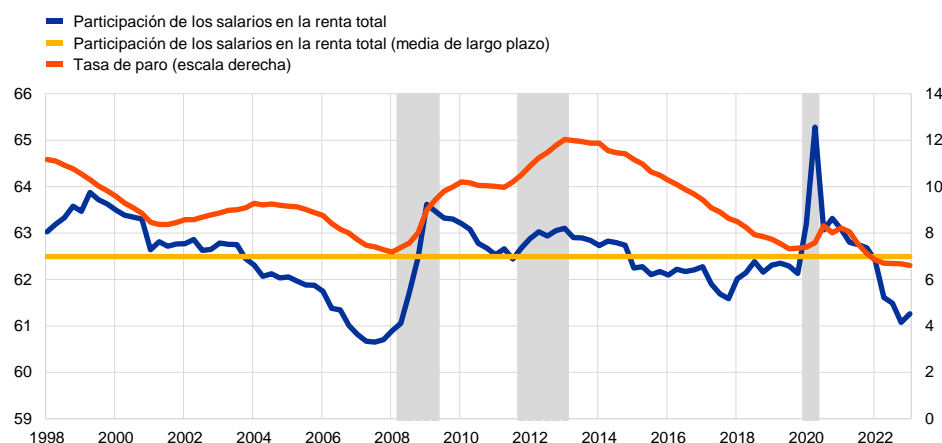


el de las remuneraciones como consecuencia del uso generalizado de programas de mantenimiento del empleo. Durante el período de restricciones derivadas de la pandemia, la producción cayó y los trabajadores trabajaron menos horas de lo habitual. Sin embargo, gracias a los programas de mantenimiento del empleo conservaron su trabajo y los Gobiernos o los empleadores les compensaron parcialmente por la pérdida de ingresos laborales. Una parte significativa de estos pagos se registró como ingresos salariales en las cuentas nacionales<sup>4</sup>. En consecuencia, la remuneración total de los asalariados se redujo menos que el valor añadido bruto. A principios de 2022, la mayoría de los programas de mantenimiento del empleo se habían ido retirando a medida que la actividad económica se recuperó, y el porcentaje de los salarios en la renta total había retrocedido hasta un nivel próximo al registrado antes de la pandemia. Posteriormente, este porcentaje siguió descendiendo hasta el final de ese año y en el último trimestre se situaba justo por encima del 61 %. En el primer trimestre de 2023 repuntó ligeramente, pero continuaba siendo inferior a su media de largo plazo y unos 0,9 puntos porcentuales inferior al nivel observado en el cuarto trimestre de 2019.

### Gráfico A

#### Participación de los salarios en la renta total y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: porcentajes del valor añadido bruto nominal; escala derecha: porcentajes de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. La media de largo plazo de la participación de los salarios en la renta total calculada para el período 1998-2023 es del 62,4 %, la misma que la media de largo plazo hasta el final de 2019. Las áreas sombreadas indican episodios de recesión según la cronología de la EABCN. La recesión técnica de principios de año no se muestra en el gráfico, en línea con la valoración del Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN del 27 de marzo de 2023.

**Una regularidad empírica general es que la participación de los salarios en la renta total sigue un patrón contracíclico: aumenta al principio de las recesiones y disminuye cuando comienza la recuperación.** Esto queda ilustrado en el gráfico A, en el que la tasa de paro (que también es contracíclica) puede considerarse una aproximación (*proxy*) del ciclo económico, y en el que también se muestran las recesiones registradas en la zona del euro. El carácter contracíclico de

<sup>4</sup> Véanse el artículo titulado «*Wage developments and their determinants since the start of the pandemic*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, el recuadro titulado «*Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic*» en el artículo titulado «*The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020, y el recuadro titulado «*Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

la participación de los salarios se debe a los diferentes retardos en las respuestas de los beneficios y los salarios a perturbaciones económicas. Al inicio de las recesiones, los beneficios suelen ser los que más contribuyen a la caída de la renta y, en consecuencia, la participación de los salarios se incrementa. Cuando comienza la recuperación, los beneficios repuntan con fuerza, lo que da lugar a una reducción de dicha participación<sup>5</sup>. En efecto, durante la crisis financiera de 2008 y la crisis de la zona del euro de 2010-2012, la participación de los salarios en la renta total partió de un nivel bajo en una economía sobrecalentada, luego experimentó un aumento pronunciado en las dos fases recesivas del período anterior a la pandemia, —reflejo de la disminución de los beneficios y de la infrautilización del factor trabajo— y después volvió a moderarse durante la recuperación. También creció al principio de la crisis generada por el COVID-19 y posteriormente, cuando la energía se encareció, pero esos episodios fueron de naturaleza diferente: si bien durante la crisis financiera las principales perturbaciones se produjeron en su mayor parte por el lado de la demanda, lo que redujo los beneficios, en el episodio más reciente la economía se ha visto afectada por varias perturbaciones de oferta. Aunque actualmente el grado de tensionamiento del mercado de trabajo es mayor y el paro es menor que antes y durante la crisis financiera (lo que podría fortalecer el poder de negociación de los trabajadores), el entorno actual ha resultado ser más propicio para que se incrementen los márgenes empresariales.

**El retroceso de la participación de los salarios en la renta total observado desde principios de 2022 ha sido más significativo en la industria y en la construcción, mientras que ha aumentado en el sector de servicios privados que requieren menos interacción social y en el de servicios públicos.**

Con independencia de la volatilidad derivada de la pandemia, la participación de los salarios de estos dos últimos sectores creció hasta alcanzar un nivel aún mayor de lo que habrían sugerido sus tendencias al alza anteriores a la pandemia (gráfico B)<sup>6</sup>. Es probable que esta evolución se deba al fuerte crecimiento reciente de los salarios en ambos sectores. Los sectores de servicios de mercado que precisan menos interacción social prestan servicios fundamentalmente a otras empresas, incluida la industria. La mayor participación de los salarios de estos sectores (antes y después de la pandemia) puede estar relacionada, en parte, con la caída de dicha participación en la industria y reflejar el proceso de externalización de servicios profesionales con retribuciones particularmente elevadas (como los servicios de contabilidad y jurídicos) a empresas más especializadas. Desde la pandemia, la aceleración de la digitalización —con la consiguiente necesidad de contar con más trabajadores altamente cualificados y mejor retribuidos— podría haber dado mayor

<sup>5</sup> Véase «The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession», [World Economic Outlook](#), Fondo Monetario Internacional, abril de 2012, pp. 36-37.

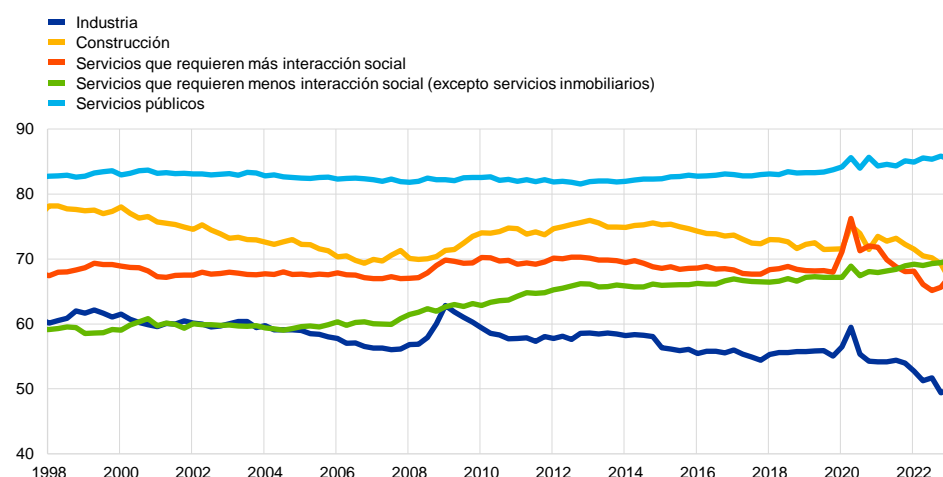
<sup>6</sup> La participación de los salarios en la economía de mercado, es decir, excluidos los servicios públicos, se ha reducido en 1,2 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2019. Entre ese trimestre y el primer trimestre de 2023, la remuneración por asalariado en el sector público y en los sectores que requieren menos interacción social creció un 9,5 % y un 12,4 %, respectivamente, mientras que en el total de la economía aumentó un 11,3 %. El número de empleados también avanzó notablemente en estos grandes sectores, un 4,8 % y un 6,1 %, respectivamente, frente al 3,1 % del total de la economía.

impulso a esta dinámica<sup>7</sup>. La participación de los salarios de los servicios que precisan más interacción social —sobre todo el comercio, el transporte y los servicios de alojamiento— en la renta total se redujo a principios de 2022, aunque las reducciones han revertido recientemente, mientras que en la industria y en la construcción se observa con más claridad un descenso persistente. Es posible que algunas de las caídas registradas últimamente se deban a la escasez de mano de obra tras la pandemia y que los empleadores se vean en la necesidad de ocupar algunas vacantes con trabajadores menos cualificados y peor retribuidos. El aumento del porcentaje de trabajadores inmigrantes (que por lo general ganan menos que los nacionales) en el empleo de la zona del euro, que pasó del 7,9 % en el cuarto trimestre de 2019 al 8,6 % en el mismo trimestre de 2022, puede haber contribuido también al descenso total de la participación de los salarios en la renta total.

### Gráfico B

#### Participación de los salarios de los principales subsectores económicos en la renta total de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. Los servicios que requieren más interacción social incluyen comercio, transporte, servicios de alojamiento y otros servicios. Los servicios que requieren menos interacción social incluyen información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y servicios profesionales y administrativos.

**Los cambios en la actividad económica entre sectores no influyeron en la disminución más reciente de la participación de los salarios en la renta total observada en la zona del euro.** Las variaciones de la participación agregada de los salarios en la renta total pueden tener su origen en cambios sectoriales en los que

<sup>7</sup> Para conocer evidencia empírica de la externalización de servicios, véanse P. Baker, N. Foster-McGregor, K. Koenen, S. M. Leitner, J. Schricker, R. Stehrer, T. Strobel, J. Vermeulen, H. G. Vieweg y A. Yagafarova: «[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)», *wiiw Research Report*, n.º 404, The Vienna Institute for International Economic Studies Research Report 404, julio de 2015; M. Falk y F. Peng: «[The increasing service intensity of European manufacturing](#)», *The Service Industries Journal*, vol. 33(15-16), 2013, pp. 1686-1706, y R. Schettkat y L. Yocarini: «The shift to services employment: A review of the literature», *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 17(2), junio de 2006, pp. 127-147. Para conocer evidencia empírica, en general de diversa índole, sobre los efectos a largo plazo de la digitalización y de la automatización en los salarios y en la participación de los salarios en la renta total, que al parecer se ven influidos en gran medida por la estructura de la economía y por las instituciones de los mercados de trabajo, véase Work stream on digitalisation, «[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 266, BCE, septiembre de 2021.

los sectores con una participación tradicionalmente menor (mayor) de los salarios contribuyen más al valor añadido total. No obstante, un análisis de las variaciones de la participación de los salarios en la renta en función de cambios en la actividad revela que un cambio en la ponderación del valor añadido en los principales sectores hacia aquellos con una participación más baja de los salarios contribuyó solo marginalmente —en -0,1 puntos porcentuales— al descenso de la participación agregada de los salarios en la renta total. Más bien, el descenso se explica principalmente por las disminuciones dentro de los subsectores, que contribuyeron con -0,6 puntos porcentuales al retroceso total de la participación de los salarios en la renta total observado desde el último trimestre de 2019<sup>8</sup>.

**La reducción de los salarios reales de los consumidores refleja la menor participación de los salarios en la renta total y el deterioro de la relación real de intercambio, pero el impacto de la disminución de los salarios reales en los ingresos de los hogares se ha visto mitigado, en parte, por las medidas fiscales de apoyo.** Los salarios reales de los consumidores han descendido desde

que comenzó la guerra en Ucrania, lo que supone que parte de la perturbación reciente que ha afectado a la relación real de intercambio y su efecto en la tasa de variación de los precios de consumo esté siendo absorbida por los trabajadores (gráfico C). En el primer trimestre de 2023, los salarios reales se recuperaron en cierta medida. Aunque la descomposición de los salarios reales en participación de los salarios en la renta total, relación real de intercambio y crecimiento de la productividad es mecánica y no puede tener en cuenta la endogeneidad de estos desarrollos (por ejemplo, entre la participación de los salarios en la renta total y el crecimiento de la productividad), sigue siendo ilustrativa de la confluencia de la evolución de la participación de los salarios en la renta total y del crecimiento de los salarios reales en los últimos trimestres. Por un lado, ello se debe a que las negociaciones salariales se han realizado de manera escalonada, lo que se traduce en un ajuste de los salarios más lento que el de los precios y los beneficios. Por otro, algunas medidas fiscales de apoyo —equivalentes al 1,9 % del PIB de la zona del euro en 2022— limitaron el impacto de la elevada inflación (fundamentalmente de la energía) en los hogares con rentas bajas y mitigaron el efecto en la renta derivado de las caídas de los salarios reales<sup>9</sup>. Estas medidas pueden haber contribuido a compensar la volatilidad observada en la economía real y el efecto de la alta inflación. Por tanto, es probable que la menor participación de los salarios en la renta total sobreestime la variación real de la distribución de la renta. Habida cuenta de que la inflación general está descendiendo, que el crecimiento de los salarios nominales está aumentando y que es previsible que los beneficios absorban el consiguiente aumento de los costes laborales unitarios, cabe esperar que la

<sup>8</sup> Otra aportación negativa, de unos -0,2 puntos porcentuales, procedió de un componente residual, reflejo de una correlación negativa entre los niveles sectoriales de la participación de los salarios en la renta total y sus respectivos cambios. El cálculo se basa en el análisis de las variaciones de la participación de los salarios en la renta total en función de la productividad de C. Denis, K. McMorrow y W. Röger, «An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)», *European Economy – Economic Papers*, n.º 208, Comisión Europea, julio de 2004, p. 78.

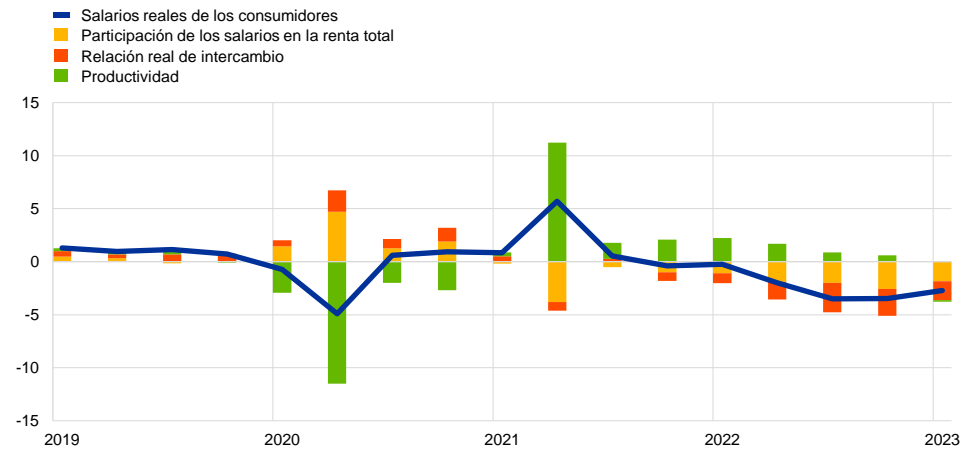
<sup>9</sup> Véanse los recuadros titulados «¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023, y «Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

participación de los salarios en la renta total siga recuperándose hasta situarse en un valor más próximo a su media de más largo plazo anterior a la pandemia<sup>10</sup>.

### Gráfico C

#### Participación de los salarios en la renta total y salarios reales de los consumidores en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. En este recuadro «relación real de intercambio» se define como la ratio del defactor del valor añadido en relación con el defactor del consumo privado. Este último incorpora los precios de los bienes y servicios importados, mientras que el defactor del valor añadido no los incluye.

<sup>10</sup> Véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

## 5 Expectativas de las empresas sobre los precios de venta: evidencia de la SAFE

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund y Erzsebet Judit Rariga

**En este recuadro se analizan las expectativas de las empresas sobre sus precios de venta para el período comprendido entre abril de 2023 y abril de 2024, centrando la atención en la heterogeneidad entre los sectores minorista y no minoristas.** La última [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#), que se realizó entre el 6 de marzo y el 14 de abril de 2023, incluyó dos preguntas *ad hoc* sobre las expectativas subjetivas con respecto a la variación de: i) sus precios de venta y ii) los salarios de sus empleados actuales en los próximos doce meses<sup>1</sup>. Este recuadro se centra únicamente en las expectativas de las empresas sobre sus precios de venta. Dado que la SAFE incluye sociedades que venden tanto a otras compañías como a los consumidores, sus expectativas medias sobre los precios de venta futuros representan una combinación de precios de producción y de consumo. Por tanto, las empresas se han agrupado en dos sectores amplios, minoristas y no minoristas, de acuerdo con la clasificación NACE<sup>2</sup> con el objetivo de distinguir entre las que venden servicios y bienes intermedios y finales a otras compañías, y las que venden directamente a los consumidores finales<sup>3</sup>.

**En promedio, las empresas de la zona del euro esperan que sus precios de venta aumenten un 6,1 % en los próximos doce meses, y las subidas más acusadas corresponden al sector minorista (gráfico A)<sup>4</sup>.** Partiendo de la clasificación NACE, las empresas del sector minorista y otros sectores que venden principalmente a los consumidores finales señalaron, en promedio, precios de venta

<sup>1</sup> Para información más detallada sobre las expectativas de las empresas con respecto a los salarios, véase el recuadro 1 titulado «Ad hoc questions – Firms’ expectations about selling prices and wages» en el [informe](#) de la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

<sup>2</sup> La nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (NACE, por sus siglas en inglés) es la clasificación de las actividades económicas de la Unión Europea.

<sup>3</sup> El grupo «Minoristas» abarca empresas que operan sobre todo en los sectores de comercio minorista, venta de automóviles, transporte de pasajeros y servicios de alojamiento y restauración, que se incluyen directamente en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Las empresas del grupo «No minoristas» operan, sobre todo, en los sectores de manufacturas y construcción. Este grupo refleja mejor los bienes intermedios o finales que están menos vinculados al consumo/sector minorista. Aunque este ejercicio se centra en compañías de sectores relevantes para el IAPC, la muestra no refleja necesariamente la composición total de la cesta del IAPC. En consecuencia, las expectativas de las empresas con respecto a sus precios de venta futuros que se presentan en este recuadro no pueden compararse de forma directa con los indicadores habituales de expectativas de inflación medida por los precios de consumo por tres motivos. Primero, si bien las empresas del sector minorista se definen aquí como las de sectores que se consideran para el cálculo del IAPC, es posible que operen también en el sector mayorista, en cuyo caso sus precios reflejarían más bien los precios de producción. Segundo, varias empresas venden bienes intermedios y no bienes finales, mientras que solo los bienes finales están reflejados en el IAPC. Tercero, las respuestas se refieren a los propios precios de las empresas y no a un índice agregado de precios. La información sectorial detallada se obtiene estableciendo una correspondencia entre las respuestas individuales de la encuesta y los estados financieros de las empresas procedentes de la base de datos Orbis de Bureau Van Dijk y el ejercicio se realiza utilizando un subconjunto de 5.829 empresas encuestadas de un total de 10.983.

<sup>4</sup> Las medias ponderadas se calculan después de eliminar las observaciones por debajo del percentil 1 y por encima del percentil 99 de las distribuciones por país. La expectativa mediana con respecto a la variación de los precios y los salarios es exactamente el 5 % en todas las categorías de tamaño.

esperados en los próximos doce meses significativamente más altos (6,8 %) que las compañías de sectores no minoristas (4,9 %), así como una menor dispersión en la distribución.

### Gráfico A

#### Variación del precio medio de venta esperado en los próximos doce meses



Fuente: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea.

Notas: Expectativas medias sobre los precios de venta en los próximos doce meses indicadas por las empresas de la zona del euro, junto con los rangos intercuartílicos, usando las ponderaciones de la encuesta. Las estadísticas se calculan después de eliminar los percentiles 1 y 99 de cada país. La distribución para «Todas las empresas» se refiere a las respuestas de todas las que están incluidas en la SAFE (10.983). Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre la clasificación de las empresas en «Minoristas» y «No minoristas». La variación del precio medio de venta esperado correspondiente a la submuestra de empresas minoristas y no minoristas fusionadas utilizando la base de datos Orbis de Bureau Van Dijk es del 5,6 %. Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

### Las empresas que han señalado incrementos recientes de los costes de los insumos y de financiación esperan precios de venta más elevados (gráfico B).

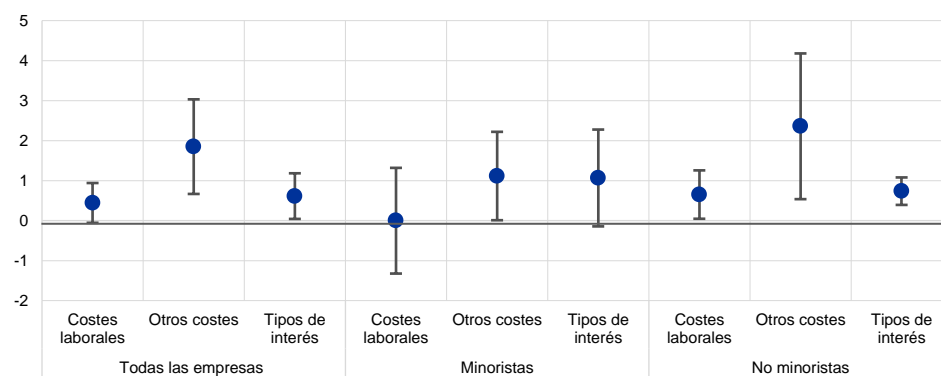
Las sociedades incluidas en la SAFE informan sobre si sus costes laborales, los costes de otros insumos (principalmente los de los materiales y la energía) y los de la financiación bancaria han aumentado, no han variado o han descendido en los seis meses anteriores. Las regresiones en forma reducida que consideran el impacto conjunto de esos costes de producción y de financiación sugieren que las compañías que declararon un incremento de los costes relacionados con los materiales y la energía en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023 esperan que sus precios de venta en los próximos doce meses aumenten en torno a 2 puntos porcentuales más que los de las que indicaron que otros costes de producción (distintos de los laborales) se mantenían inalterados o estaban descendiendo. Las subidas pasadas del coste de la energía y de los materiales son relevantes para los precios de venta futuros de las empresas tanto minoristas como no minoristas, pero el efecto es más intenso para estas últimas. Un factor que podría explicar lo anterior es el hecho de que las no minoristas operan, sobre todo, en el sector manufacturero, en el que los costes de la energía y de otros insumos representan una proporción de los costes totales mayor que en el caso de las minoristas. Asimismo, las empresas de los sectores no minoristas que han indicado en el pasado subidas de los costes laborales y los gastos por intereses esperan que sus precios de venta registren un alza en el próximo año. Las estimaciones en forma reducida del impacto de los tipos de interés son acordes con la aparición de un canal de costes en la transmisión de la política monetaria, a través del cual las

variaciones de los tipos de interés afectan al proceso de formación de precios y a la evolución de la inflación al elevar los costes marginales reales<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, esta regresión en forma de reducida a nivel de empresa no logra capturar del todo el impacto amortiguador total de las subidas de los tipos de interés en la inflación por medio del canal tradicional de demanda agregada en la transmisión de la política monetaria.

### Gráfico B

#### Precios de venta esperados y costes de producción y de financiación anteriores

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de una regresión que relaciona la variación de los precios esperados con la variación de los costes laborales, otros costes (materiales y energía) y el nivel de tipos de interés. Las variables de la derecha de la regresión toman un valor de 1 si las empresas indicaron un aumento de los costes laborales, de otros costes o del nivel de los tipos de interés para el período octubre de 2022-marzo de 2023. Las regresiones incluyen efectos fijos a nivel de tamaño de empresa y país. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 % basados en errores estándar agrupados por país. Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre las categorías «Todas las empresas», «Minoristas» y «No minoristas». Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

**En los sectores tanto minoristas como no minoristas, las subidas esperadas de los precios de venta son más acusadas en las empresas que esperan un incremento de su cifra de negocios (gráfico C).** En sus respuestas a la SAFE, las sociedades también informan sobre si su cifra de negocios y sus beneficios en los seis meses anteriores, así como su cifra de negocios esperada en los próximos seis meses, han aumentado, no han variado o se han reducido. En todas las compañías de la muestra y en los desgloses de empresas por sector, los incrementos anteriores de la cifra de negocios y de los beneficios no están asociados a las empresas que indican una diferencia significativa en los precios de venta esperados. Tanto las empresas minoristas como las no minoristas señalaron precios de venta esperados significativamente más altos si también declararon que esperaban una cifra de negocios mayor en los próximos seis meses. Esto podría reflejar que las que esperaban un aumento de la demanda de sus productos y servicios después de la reapertura de la economía son más propensas a subir los precios en el futuro. El incremento futuro esperado de los precios de venta y de la cifra de negocios podría deberse también a aumentos de los costes de los insumos más acusados de lo esperado.

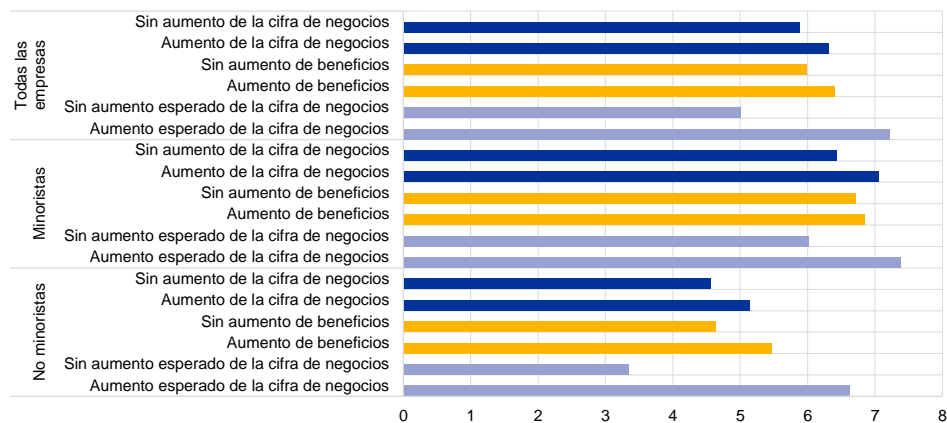
<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, F. Ravenna y C. E. Walsch, «Optimal Monetary Policy with the Cost Channel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n.º 2, marzo de 2006, pp. 199-216.



## Gráfico C

### Expectativas de precios de venta por cifra de negocios y beneficios

(porcentajes)



Fuente: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea.

Notas: Expectativas medias sobre los precios de venta en los próximos doce meses indicadas por las empresas de la zona del euro que señalan que su cifra de negocios/sus beneficios han aumentado o han descendido/no han variado en los seis meses anteriores y las empresas que indican que su cifra de negocios esperada aumenta o desciende/no varía en los próximos seis meses, usando las ponderaciones de la encuesta. Las expectativas medias sobre los precios de venta se calculan después de eliminar los datos en los percentiles 1 y 99 de cada país. La distribución para «Todas las empresas» se refiere a las respuestas de todas las que están incluidas en la SAFE (10.983). Véase la nota a pie de página correspondiente para consultar información más detallada sobre la clasificación de las empresas en «Minoristas» y «No minoristas». Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

### Las empresas manufactureras y los países que señalaron mayores subidas pasadas de los precios de producción esperan un incremento menor de los precios de venta en los próximos doce meses (gráfico D).

Las compañías del sector manufacturero (para las que se dispone de datos sobre precios de producción a nivel de país) muestran una heterogeneidad significativa en sus precios de venta esperados. Las que declararon subidas de los precios de producción superiores a la mediana en el tercer trimestre de 2022 esperan un incremento de alrededor del 3,4 % (para el tercer cuartil de la distribución de la tasa de variación de los precios de producción) y del 2 % (para el cuarto cuartil), muy por debajo del precio medio de venta esperado<sup>6</sup>. Las empresas de sectores que señalaron incrementos de los precios de producción inferiores a la mediana en el pasado esperan precios de venta más elevados el próximo año (en torno al 5,5 %). Dado que los sectores manufactureros venden principalmente bienes intermedios a otros sectores, esta heterogeneidad podría ayudar a comprender la traslación de los precios de producción a los precios de consumo<sup>7</sup>. El proceso de formación de precios observado puede ser acorde con los modelos de fijación de precios dependientes del estado en los que la probabilidad de que se ajusten los precios aumenta con los desajustes de estos<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> A partir de la base de datos trimestrales por países según la clasificación NACE Rev. 2 a dos dígitos, el índice de precios industriales medianos correspondientes al tercer trimestre de 2022 es de alrededor del 13 %.

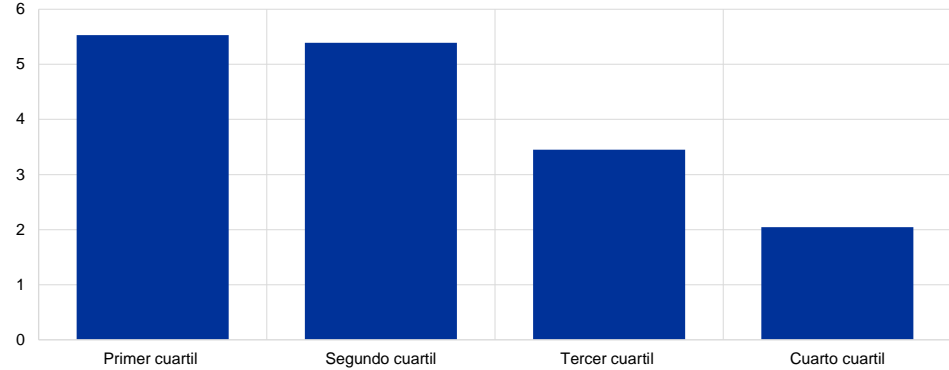
<sup>7</sup> Véase también el recuadro 3 «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico para un análisis más detallado de la contribución de los beneficios unitarios a las presiones inflacionistas internas en la zona del euro.

<sup>8</sup> P. Karadi, R. Schoenle y J. Wursten, «Measuring price selection in microdata: it's not there», *Working Paper Series*, n.º 2566, BCE, junio de 2021.

### Gráfico D

#### Expectativas sobre los precios de venta por cuartiles de subidas pasadas de los precios de producción

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Variación esperada de los precios de venta en las empresas manufactureras. El gráfico muestra los precios medios de venta esperados en los próximos doce meses por cuartiles de subidas de los precios de producción en el tercer trimestre de 2022. El índice de precios industriales (IPRI) se define como la variación porcentual comparada con el mismo período del año anterior. En las empresas situadas en el primer cuartil, el IPRI correspondiente a los datos por países según la clasificación NACE Rev. 2 se sitúa entre el -4,4 % y el 8 %; en las del segundo cuartil entre el 8 % y el 13 %; en las del tercer cuartil entre el 13 % y el 18 %, y en las del cuarto cuartil entre el 18 % y el 80 %. Las cifras se refieren a la edición 28 de la SAFE (octubre de 2022-marzo de 2023).

## 6 La acusada contracción de los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022: análisis basado en un mayor detalle de las estadísticas de balanza de pagos

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone y Martin Schmitz

**En este recuadro se presenta un análisis de la contracción que experimentaron los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022 —la más pronunciada desde la crisis financiera global— utilizando nuevos desgloses de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro<sup>1</sup>.** Un acontecimiento relevante en 2022 fue el cambio observado en la balanza por cuenta corriente de la zona, que registró un déficit de 137 mm de euros (–1 % del PIB) tras haber contabilizado un superávit de 285 mm de euros (2,3 % del PIB) en 2021. Esta variación anual ha sido la mayor hasta la fecha<sup>2</sup>. En ese mismo período, el superávit de la cuenta financiera se redujo de 312 mm de euros a 14 mm de euros, en un contexto de fuerte disminución de los flujos financieros de la zona del euro tanto por el lado de los activos como de los pasivos. El análisis de la cuenta financiera se ha ido complicando en los últimos años como consecuencia de la expansión de las cadenas internacionales de intermediación financiera, en las que a menudo participan entidades no bancarias ubicadas en centros financieros internacionales<sup>3</sup>. Siguiendo las recomendaciones de los manuales estadísticos internacionales, el BCE ha elaborado nuevos desgloses de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro con el fin de poder analizar con más detalle la exposición al riesgo y las interconexiones<sup>4</sup>.

**La acusada contracción de los flujos financieros de la zona del euro con el exterior en 2022 tuvo su origen principalmente en la evolución de la inversión de cartera y la inversión extranjera directa (gráfico A).** Ese año, las transacciones netas de inversores de la zona del euro en activos de fuera de la zona disminuyeron y, tras alcanzar un máximo de varios años en 2021 (con inversiones netas por importe de 1,4 billones de euros), registraron desinversiones netas por

<sup>1</sup> Los nuevos datos publicados de conformidad con la Orientación del BCE en materia de estadísticas exteriores modificada (BCE/2018/19) incluyen desgloses adicionales por sector residente, país de contrapartida e instrumentos de deuda de la inversión extranjera directa. Actualmente, las nuevas series están disponibles con datos desde el primer trimestre de 2019, y a lo largo de 2024 se publicarán datos correspondientes a períodos anteriores. En el [sitio web del BCE](#) puede consultarse más información sobre las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro.

<sup>2</sup> Véase la nota de prensa estadística del BCE sobre [Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro](#).

<sup>3</sup> P. R. Lane, «[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?», organizada conjuntamente por el Banco Central Europeo, el Irving Fisher Committee y el Banco de Portugal, 17 de febrero de 2020, y A. Coppola, M. Maggiori, B. Neiman y J. Schreger, «[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, pp.1499-1556.

<sup>4</sup> [Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional](#), sexta edición (MBP6). Para conocer datos recientes sobre las operaciones financieras entre sectores de la zona del euro, véase la última nota de prensa estadística del BCE sobre la [Evolución económica y financiera de la zona del euro por sectores institucionales](#) (en particular, el cuadro 1).

valor de 0,3 billones de euros. Esta fuerte caída de los flujos financieros de la zona por el lado de los activos se debió fundamentalmente a la evolución, en la inversión de cartera, de las participaciones de capital (acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión) y de los títulos de deuda. Además, la contribución de los flujos de inversión extranjera directa (IED) a la reducción observada fue notable después de una volatilidad atípicamente elevada en los últimos años<sup>5</sup>. Del mismo modo, en lo que respecta a los pasivos, los inversores de fuera de la zona del euro pasaron de realizar adquisiciones netas de activos de la zona en 2021 a realizar disposiciones netas en 2022. Las desinversiones netas más importantes se produjeron en la IED, mientras que las compras netas de participaciones de capital de la inversión de cartera de la zona del euro se paralizaron casi por completo, después de alcanzar un máximo histórico en 2021. Al mismo tiempo, las ventas netas de títulos de deuda de la zona del euro por parte de inversores no residentes disminuyeron en 2022, tras varios años de elevadas desinversiones netas<sup>6</sup>. En general, las disposiciones netas observadas en los activos y los pasivos, y la reducción de las transacciones financieras en 2022, fueron las más elevadas desde 2009. El resto de este recuadro se centra de forma más detallada en los principales determinantes del repliegue de la inversión de cartera y de la IED.

---

<sup>5</sup> Tradicionalmente, los flujos de inversión extranjera directa se consideraban la categoría menos volátil de los flujos internacionales de capital. Véase, por ejemplo, B. Eichengreen, P. Gupta y O. Masetti, «[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)», *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, pp. 22-41. No obstante, en los últimos años, el importante papel que han desempeñado las multinacionales ha ido acompañado de un aumento de la volatilidad, en especial en pequeñas economías abiertas. Véase, por ejemplo, V. Di Nino, M. Habib y M. Schmitz, «[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

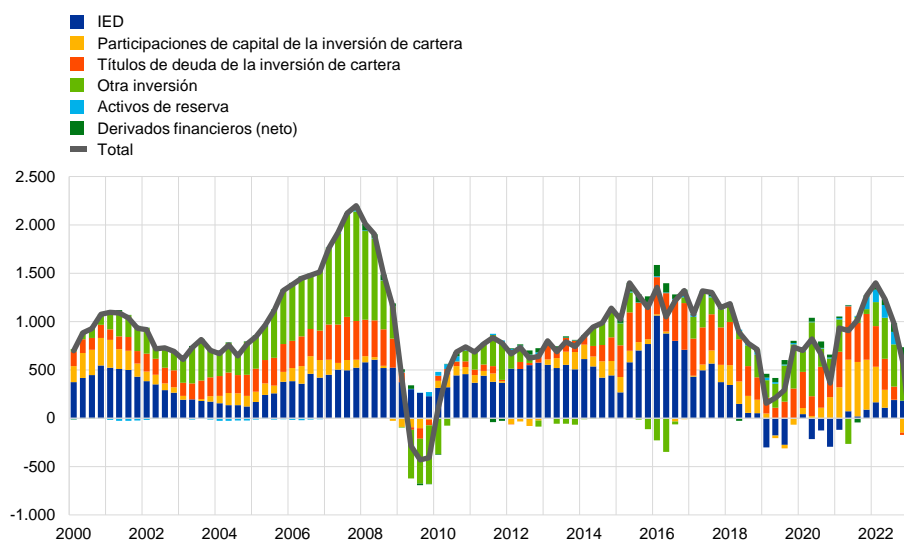
<sup>6</sup> Las transacciones de la categoría «Otra inversión» también experimentaron una contracción respecto a los elevados importes positivos registrados en 2022 —sobre todo por el lado de los pasivos—, fundamentalmente como consecuencia de la disminución de los depósitos de no residentes en la zona del euro mantenidos en el Eurosistema.

## Gráfico A

### Cuenta financiera de la zona del euro

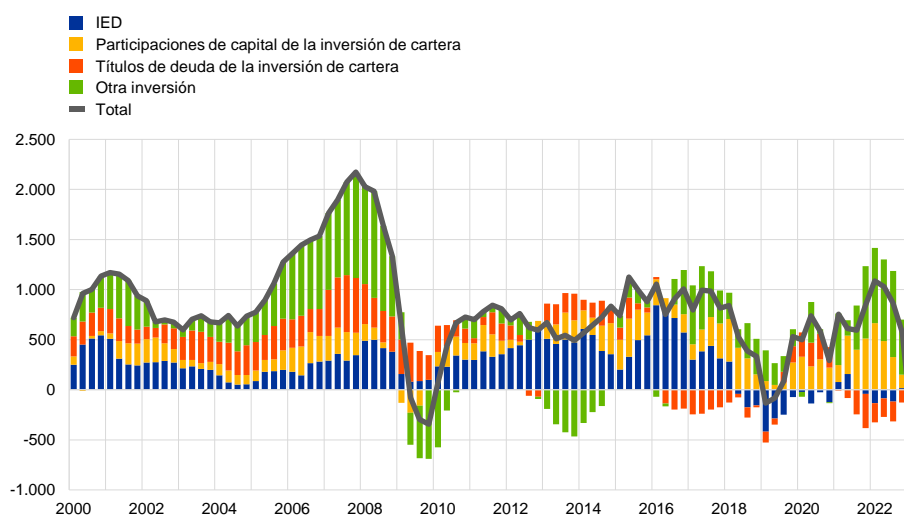
#### a) Activos

(sumas móviles de cuatro trimestres, mm de euros)



#### b) Pasivos

(sumas móviles de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022.

**La reducción de los activos de la inversión de cartera por parte de los inversores de la zona del euro en 2022 estuvo determinada principalmente por los fondos de inversión —que suelen mostrar un comportamiento procíclico—, al tiempo que las empresas de seguros y los fondos de pensiones compensaron en cierta medida la disminución de los flujos de salida (gráfico B). Las nuevas series de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro proporcionan un desglose del sector**

de intermediarios financieros no bancarios<sup>7</sup> que pone de manifiesto, en particular, la importancia de los fondos de inversión de la zona del euro como tenedores de valores de inversión de cartera emitidos por no residentes en la zona (que representaban el 59 % del total de tenencias de participaciones de capital y de títulos de deuda al final de 2022)<sup>8</sup>. En consonancia con lo anterior, el cambio observado en el patrón de la inversión de cartera de la zona del euro —que pasó de registrar adquisiciones netas (790 mm de euros en 2021) a contabilizar ventas netas (235 mm de euros en 2022) de títulos de deuda y de participaciones de capital— fue atribuible, en gran parte, al sector de fondos de inversión. Por lo general, estos fondos tienden a ser inversores procíclicos, es decir, venden valores en períodos de aversión elevada al riesgo, lo que genera volatilidad en los flujos financieros, mientras que las empresas de seguros y los fondos de pensiones suelen actuar de manera anticíclica, en línea con los patrones observados en la zona del euro en 2022<sup>9</sup>. Por otra parte, los cambios observados en los patrones de inversión en 2022 pusieron fin a una fase prolongada de reajuste significativo de carteras hacia valores de fuera de la zona del euro que comenzó en 2014 cuando el BCE introdujo tipos de interés negativos y puso en marcha sus programas de compras de activos<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> El nuevo desglose del sector de intermediarios financieros no bancarios incluye datos por separado de los fondos de inversión, las empresas de seguros y fondos de pensiones, y otras instituciones financieras.

<sup>8</sup> Los patrones de inversión de los fondos de inversión de la zona del euro son importantes para analizar las exposiciones de los inversores últimos de estos fondos, en particular los fondos de pensiones, las empresas de seguros y los hogares. Véase D. Carvalho y M. Schmitz, «[Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds](#)», *Review of International Economics*.

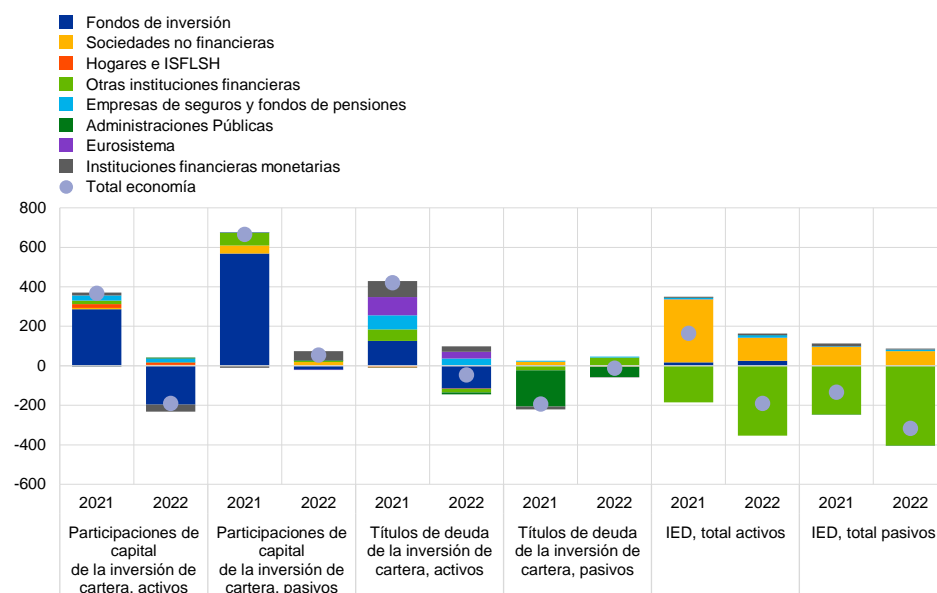
<sup>9</sup> Véase Y. Timmer, «[Cyclical investment behavior across financial institutions](#)», *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n.º 2, 2018, pp. 268-286.

<sup>10</sup> El programa de compras de activos del BCE se introdujo a mediados de 2014 y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia en marzo de 2020. En 2022 se puso fin a las adquisiciones netas de activos realizadas en el marco de los dos programas. Véanse B. Cœuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)», discurso pronunciado en la reunión del Foreign Exchange Contact Group celebrada el 11 de julio de 2017; P. R. Lane, «[The international transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado en la conferencia CEPR International Macroeconomics and Finance Programme Meeting, 14 de noviembre de 2019, y K. Bergant, M. Fidora y M. Schmitz, «[International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#)», *Working Paper Series*, n.º 2388, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2020.

## Gráfico B

### Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro por sector residente

(sumas de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022. «ISFLSH» se refiere a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

**En términos geográficos, el repliegue de la inversión de cartera en 2022 se concentró principalmente en las participaciones de capital emitidas por economías avanzadas, mientras que, en los títulos de deuda, la contracción más pronunciada correspondió a los emitidos por economías emergentes, en línea con la disminución de la confianza de los inversores a escala global (gráfico C).** El nuevo desglose por países de contrapartida de la zona del euro

ofrece una cobertura mejor tanto de las economías avanzadas (con la incorporación de Australia, Corea del Sur y Noruega) como de las emergentes (que ahora también incluyen a Arabia Saudí, Argentina, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía). Las nuevas estadísticas ponen de manifiesto que los inversores de la zona del euro redujeron su exposición a las participaciones de capital emitidas por residentes en Estados Unidos, Reino Unido y otras economías avanzadas en 2022. La evolución de los títulos de deuda presenta más matices: en general, los inversores de la zona se desprendieron de un volumen significativo de valores emitidos por residentes en economías emergentes, centros financieros extraterritoriales y el Reino Unido. Entre los países emergentes, las ventas netas estuvieron determinadas por las desinversiones en valores emitidos en China, México y Rusia<sup>11</sup>. Asimismo, es probable que la mayor parte de las ventas netas de valores emitidos en centros financieros extraterritoriales haya correspondido a los emitidos por filiales de

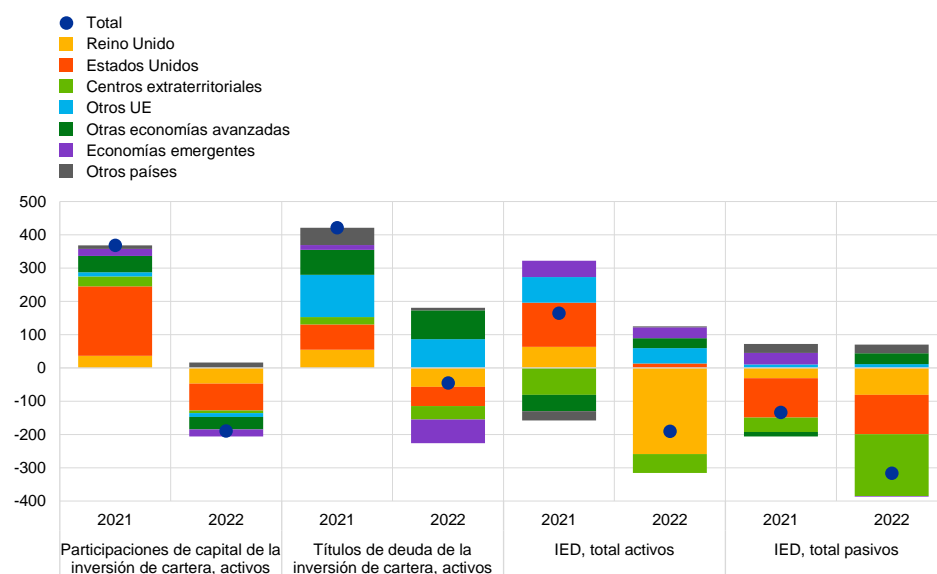
<sup>11</sup> Para más información sobre la evolución de la inversión de la zona del euro en Rusia, véase L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris y M. Schmitz, «Vínculos de la zona del euro con Rusia: información reciente de la balanza de pagos», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022.

empresas con sede en mercados emergentes, sobre todo en China<sup>12</sup>. Al mismo tiempo, los inversores de la zona del euro realizaron considerables adquisiciones netas de valores emitidos por otras economías avanzadas, en particular por residentes en Canadá y Japón, que posiblemente estuvieron impulsadas por una mayor preferencia por activos seguros.

### Gráfico C

#### Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro por área de contrapartida

(sumas de cuatro trimestres, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. «Otros UE» incluye a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y a instituciones y organismos de la UE que, a efectos estadísticos, se considera que no pertenecen a la zona del euro, como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. «Otras economías avanzadas» incluye Australia, Canadá, Corea del Sur, Japón, Noruega y Suiza. Las economías emergentes incluyen Arabia Saudí, Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el gráfico, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2022.

**En cuanto a la evolución de la inversión de cartera del exterior en la zona del euro en 2022, las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión de la zona del euro se paralizaron, mientras que el interés de los inversores extranjeros por títulos de deuda de la zona se recuperó a medida que el BCE endureció la orientación de su política monetaria (gráfico B).** Como reflejo de la disminución observada en los activos de los fondos de inversión de la zona del euro, los inversores no residentes en la zona del euro pasaron a ser vendedores netos de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona en un contexto de menor apetito de riesgo en los mercados financieros internacionales

<sup>12</sup> En trabajos de investigación recientes se llega a la conclusión de que la inversión de la zona del euro en bonos corporativos de economías emergentes es notablemente mayor si se tiene en cuenta la inversión en valores emitidos por filiales de empresas de estas economías ubicadas en centros financieros extraterritoriales. Véanse R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz y J. Schreger, «The Geography of Capital Allocation in the Euro Area», documento de trabajo disponible en SSRN, y K. Bergant, G. M. Milesi-Ferretti y M. Schmitz, «Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe», *CEPR Discussion Paper*, n.º 17946, 2023.



tras el estallido de la guerra en Ucrania. El considerable tamaño del sector de fondos de inversión de la zona del euro, unido a la sólida base inversora de fuera de la zona —especialmente en el caso de los fondos con sede en Irlanda y Luxemburgo—, afectaron sustancialmente a los flujos financieros de la zona en 2022<sup>13</sup>. Al mismo tiempo, la percepción de los inversores extranjeros sobre los títulos de deuda de la zona del euro mejoró en 2022. Aunque el período transcurrido desde 2015 se caracterizó por elevadas ventas netas de títulos de deuda de la zona del euro (en particular de deuda pública, reflejo, en parte, del importante papel de los no residentes como contrapartidas en los programas de compras de activos del Eurosistema), las ventas netas disminuyeron en 2022 cuando los tipos de interés oficiales del BCE comenzaron a incrementarse y el Eurosistema puso fin a las compras netas de activos. En un entorno de subidas de los tipos de interés, los inversores de fuera de la zona del euro realizaron adquisiciones netas de títulos de deuda emitidos por entidades del sector de otras instituciones financieras (OIF) de la zona del euro, que incluye a las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, tras las ventas netas llevadas a cabo en años anteriores.

**La contracción de la IED reflejó fundamentalmente operaciones de multinacionales en centros financieros de la zona del euro, con frecuencia vinculadas a entidades con fines especiales, mientras que las transacciones de IED del sector de sociedades no financieras —que tienen una relación más estrecha con la economía real— siguieron mostrando mayor estabilidad (gráfico B)<sup>14</sup>.**

Por el lado de los pasivos de la zona del euro, las desinversiones en IED ascendieron a 317 mm de euros en 2022 (2,4 % del PIB de la zona del euro). Las desinversiones fueron llevadas a cabo por inversores residentes en Estados Unidos y Reino Unido, así como en centros financieros extraterritoriales (gráfico C), y se produjeron únicamente frente al sector de OIF (403 mm de euros), que incluye a entidades con fines especiales, como las sociedades *holding*<sup>15</sup>. A diferencia de estos flujos de IED sin impacto en la economía real (*financialised*) más volátiles, la IED en sociedades no financieras de la zona del euro continuó a un ritmo constante con inversiones netas por importe de 74 mm de euros (gráfico B). En cuanto a las adquisiciones netas de activos de IED por parte de residentes en la zona del euro, la reducción observada también estuvo determinada principalmente por el sector de OIF. La estrecha correlación positiva entre las operaciones brutas de activos y pasivos de IED relacionadas con OIF sugiere que estos flujos suelen corresponder a una mera «canalización de fondos» que no repercute en la economía nacional. Gran parte de la disminución de los activos de IED se debió a transacciones frente al

<sup>13</sup> Véase R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz y J. Schreger, «[The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#)», documento de trabajo disponible en SSRN.

<sup>14</sup> En el caso de la IED se han publicado otros detalles que quedan fuera del ámbito de este recuadro relativos a instrumentos de deuda desagregados en títulos de deuda, préstamos y créditos comerciales y anticipos.

<sup>15</sup> En el período posterior a la crisis financiera global, la inversión (sobre todo la de inversores residentes en Estados Unidos) en sociedades *holding* (con frecuencia, entidades con fines especiales) residentes en centros financieros de la zona del euro pasó a ser un componente de creciente importancia de los flujos de pasivos de IED de la zona. Véase P. R. Lane, «[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?», organizada conjuntamente por el Banco Central Europeo, el Irving Fisher Committee y el Banco de Portugal, 17 de febrero de 2020.

Reino Unido relacionadas con la reestructuración de una multinacional<sup>16</sup>. Los desgloses adicionales incluidos en las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro ponen en evidencia que el análisis económico de la IED se beneficia de una identificación por separado de flujos sin impacto en la economía real<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Con frecuencia, las operaciones por importes tan elevados están relacionadas con reestructuraciones empresariales de un número reducido de multinacionales con presencia en centros financieros ubicados en la zona del euro, pero pueden causar un impacto notable en los flujos mundiales de IED. Por ejemplo, estos flujos se redujeron en un 24 % en 2022 con respecto al año anterior, pero solo un 5 % si se excluyen las operaciones frente a Luxemburgo. Según datos del informe «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2023, la sustancial desinversión registrada en Luxemburgo correspondió principalmente a una operación de una multinacional del sector de telecomunicaciones.

<sup>17</sup> Este análisis se mejorará con la publicación de las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro con un desglose separado para las entidades con fines especiales, prevista para la primera mitad de 2024.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de febrero y el 9 de mayo de 2023

Jens Budde y Vladimir Tsonchev

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del BCE durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2023.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 8 de febrero y el 9 de mayo de 2023 (el «período de referencia»).

**El endurecimiento de la política monetaria continuó durante el período de referencia.** El Consejo de Gobierno del BCE subió sus tres tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en sus reuniones del 2 de febrero y del 16 de marzo de 2023. Estos aumentos se hicieron efectivos en el primer y segundo período de mantenimiento de reservas de 2023, respectivamente.

**El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro disminuyó durante el período analizado.** Esta disminución se debió principalmente a los reembolsos anticipados y a los vencimientos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como a una reducción gradual del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP). Al mismo tiempo, la contracción continuada de los factores autónomos netos aportó liquidez al sistema. Estos factores han estado disminuyendo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se redujeron, en promedio, en 220,4 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.026,6 mm de euros.** Si se compara con el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2022, esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 218,4 mm de euros —hasta los 1.861,3 mm de euros— de los factores autónomos netos, que fue consecuencia de una caída de los factores autónomos de absorción de liquidez (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez») y de un aumento de los factores de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas descendieron ligeramente, en 2 mm de euros, hasta los 165,3 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 136,5 mm de euros, hasta situarse en 2.932 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A

titulada «Pasivos») disminuyeron en 62,9 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 369,7 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el segundo período de mantenimiento. Esta disminución refleja la normalización de los colchones mantenidos por los Tesoros nacionales y el probable ajuste de sus estrategias de gestión de tesorería en previsión de la reducción del límite máximo aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas por los bancos centrales nacionales, que entró en vigor el 1 de mayo de 2023. Tras esta fecha, los depósitos de las Administraciones Públicas siguieron cayendo hasta situarse por debajo de los 300 mm de euros, encaminándose hacia los niveles observados a principios de 2020, antes de la irrupción de la pandemia. El importe de los billetes en circulación se redujo, en promedio, en 6,1 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.557,1 mm de euros. La reducción que experimentaron las tenencias de billetes y el importe de las reservas de efectivo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos continuó durante el período analizado, aunque a un ritmo considerablemente más lento.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 81,8 mm de euros y se situaron en 1.071 mm de euros.** Mientras que los activos exteriores netos disminuyeron en 18,5 mm de euros, los activos netos denominados en euros aumentaron en 100,3 mm de euros en el período de referencia. Este incremento obedeció, sobre todo, a la caída de los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro. Esta caída, a su vez, refleja un ajuste de las estrategias de gestión de tesorería de las cuentas de clientes en el marco de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en dicho marco se ajustó en paralelo a la correspondiente a los depósitos de las Administraciones Públicas.

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

---

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

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
Billetes en circulación	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
Depósitos de las AAPP	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>21,3</b>	<b>(-16,1)</b>	<b>26,4</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>17,0</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1933,8)</b>
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
<b>Facilidad de depósito</b>	4.045,4	(-241,1)	4.103,0	(+51,4)	3.996,0	(-107,0)	4.286,5	(+1688,0)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Activos exteriores netos	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Activos netos denominados en euros	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>6.093,4</b>	<b>(-477,6)</b>	<b>6.173,2</b>	<b>(-73,4)</b>	<b>6.024,9</b>	<b>(-148,3)</b>	<b>6.570,9</b>	<b>(-505,4)</b>
Operaciones de mercado abierto	6.093,3	(-477,6)	6.173,2	(-73,4)	6.024,8	(-148,4)	6.570,9	(-505,4)
Operaciones de crédito	1.172,3	(-454,5)	1.234,2	(-70,3)	1.119,2	(-115,1)	1.626,8	(-497,9)
OPF	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
OFPML a tres meses	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Operaciones TLTRO III	1.168,6	(-453,3)	1.230,5	(-69,2)	1.115,5	(-115,0)	1.621,9	(-496,8)
Operaciones PELTRO	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.921,0	(-23,1)	4.939,0	(-3,1)	4.905,6	(-33,4)	4.944,1	(-7,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «PELTRO» son las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.026,6	(-220,4)	2.043,8	(-123,7)	2.011,8	(-32,0)	2.247,0	(-259,6)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.861,3	(-218,4)	1.879,2	(-120,4)	1.846,0	(-33,2)	2.079,7	(-264,0)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.066,7	(-257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(-116,5)	4.323,9	(-245,8)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023						Período de referencia anterior: 2 de noviembre de 2022 a 7 de febrero de 2023	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 8 de febrero a 21 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 22 de marzo a 9 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
OPF	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Facilidad marginal de crédito	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Facilidad de depósito	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Fuente: BCE.

Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. El €STR es el tipo a corto plazo del euro.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

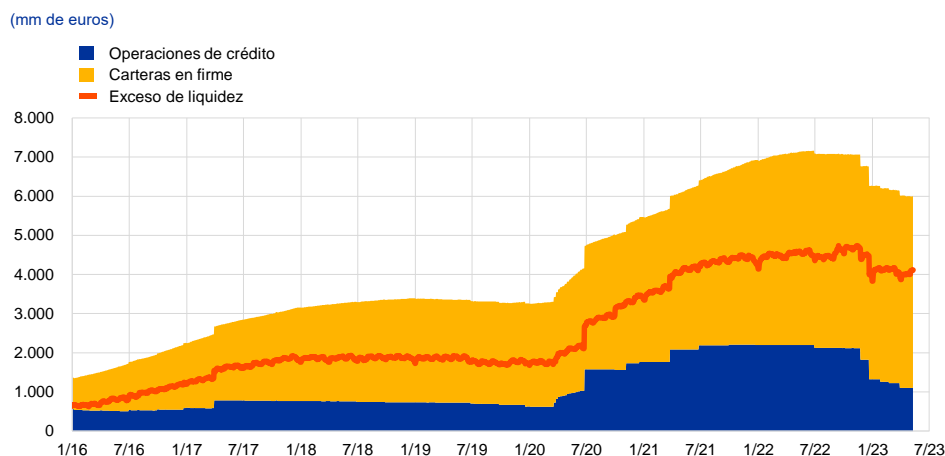
**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 477,6 mm de euros, hasta un importe de 6.093,4 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta

reducción de liquidez obedeció principalmente a la disminución de las operaciones de crédito. A finales de marzo de 2022 se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia del BCE; desde entonces, el Eurosistema reinvierte íntegramente los importes que van venciendo. En cuanto al APP, en consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de no reinvertir por completo el principal de los valores que fueran venciendo a partir del 1 de marzo de 2023, las tenencias del APP han comenzado a disminuir gradualmente a un ritmo medio mensual de 15 mm de euros<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Los valores mantenidos en la cartera en firme se contabilizan a coste amortizado y se revalorizan al final de cada trimestre, lo que también tiene un impacto en las medias totales y en las variaciones de estas carteras.

## Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 9 de mayo de 2023.

### La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 454,5 mm de euros durante el período de referencia.

Esta reducción de liquidez refleja principalmente la disminución de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debida a los reembolsos anticipados y a los vencimientos. Los reembolsos anticipados voluntarios efectuados en febrero y marzo de 2023 ascendieron a 36,6 mm de euros y 87,7 mm de euros, respectivamente, y el vencimiento en marzo de los importes obtenidos en las TLTRO III se tradujo en un nuevo descenso —de 32,2 mm de euros— de los saldos vivos de esas operaciones. Los reembolsos por importe de 499,4 mm de euros y 62,7 mm de euros de la serie TLTRO III realizados en diciembre de 2022 y en enero de 2023, respectivamente, contribuyeron también al citado descenso durante el período analizado, dado que su efecto total en la variación de las medias del período no se ha materializado hasta el período considerado en este recuadro. Las variaciones que registraron otras operaciones de crédito fueron de carácter menor.

### Exceso de liquidez

### El exceso medio de liquidez disminuyó en 257,2 mm de euros, hasta un importe de 4.066,7 mm de euros (gráfico A).

El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Tras el pico alcanzado en septiembre de 2022 (4,8 billones de euros), el exceso de liquidez ha ido reduciéndose progresivamente, principalmente a raíz de los citados reembolsos anticipados y vencimientos de las TLTRO III, neto de los efectos de los factores autónomos.



## Evolución de los tipos de interés

**El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) aumentó en 99,2 puntos básicos, desde el 1,90 % observado el 7 de febrero —el último día del período de referencia anterior— hasta el 2,89 % el 9 de mayo —el último día del período de referencia analizado—, debido al endurecimiento de la política monetaria del BCE.** La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE de febrero y de marzo de 2023 al mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 10 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período considerado, como sucedió en el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2022.

**El tipo *repo* de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de 98 puntos básicos y pasó desde el 1,90 % observado el 7 de febrero hasta el 2,88 % el 16 de marzo.** Las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE se transmitieron de forma inmediata y por completo a las operaciones con garantía del mercado monetario. El mercado de *repos* siguió funcionando ordenadamente debido a varios factores, como las medidas adoptadas por algunos organismos nacionales de gestión de la deuda pública al final de 2022, el incremento de los límites aplicados a las operaciones de préstamo de valores, las mayores emisiones netas efectuadas desde el principio de 2023 y la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las operaciones TLTRO que fueron venciendo, así como la disminución de los saldos vivos de valores mantenidos en el marco del APP. Además, el 7 de febrero de 2023, el BCE anunció que el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro se fijaría en el €STR menos veinte puntos básicos a partir del 1 de mayo de 2023 y que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco del ERMS también se ajustaría en consecuencia. El anuncio alivió la preocupación por que este límite pudiera volver a situarse en el 0 % una vez que el límite transitorio venciera el 30 de abril de 2023. De esta forma se minimizó el riesgo de que se produjeran efectos adversos en el funcionamiento de los mercados como consecuencia de cambios bruscos en las inversiones en efectivo de los Tesoros nacionales y los bancos centrales extranjeros.

## 8 Divergencias de inflación y competitividad entre los países de la zona del euro

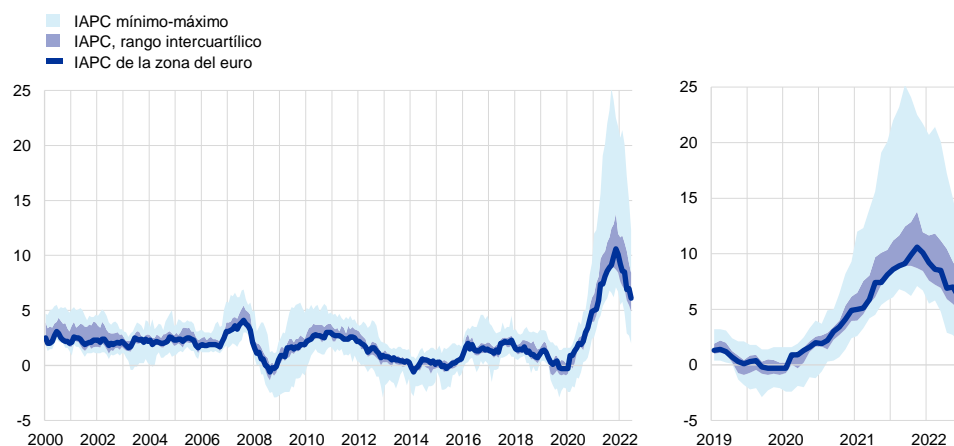
Daniela Filip, Daphne Momferatou y Ralph Setzer

**Los altos precios de la energía y de las materias primas y los cuellos de botella en la oferta han impulsado el repunte de la inflación en la zona del euro y el aumento de los diferenciales de inflación entre los países de la zona<sup>1</sup>.** Los diferenciales de inflación entre países, medidos por el rango intercuartílico, aumentaron desde niveles históricamente bajos en el período previo a la pandemia hasta alcanzar máximos históricos al final de 2022 y, aunque han disminuido desde entonces, se han mantenido en cotas elevadas. En mayo de 2023, las tasas de inflación de los países de la zona del euro oscilaron entre el 2 % de Luxemburgo y el 12,3 % de Letonia y Eslovaquia (gráfico A). El actual entorno de inflación elevada se debe principalmente a las perturbaciones de oferta adversas relacionadas con el encarecimiento de la energía y de las materias primas, con los cuellos de botella en la oferta y con los efectos de la reapertura posterior a la pandemia.

### Gráfico A

Diferenciales de inflación medida por el IAPC de los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango intercuartílico es la diferencia entre los percentiles 75 y 25 de la distribución por países, con una composición cambiante de los países que integran la zona del euro. El intervalo mínimo-máximo se refiere a la tasa de crecimiento de la inflación más baja/más alta de los países de la zona del euro en cada mes. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023 (estimación de avance).

**La persistencia de los diferenciales de inflación puede dar lugar a desequilibrios externos.** Los diferenciales de inflación son normales en una unión monetaria en la medida en que reflejan ajustes temporales ante perturbaciones o están asociados a procesos de convergencia. Además, la política fiscal influye en los diferenciales de inflación de la zona del euro, a través, entre otros factores, de

<sup>1</sup> Para información más detallada, véase el recuadro titulado «La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

cambios en la fiscalidad y en los salarios públicos<sup>2</sup>. Sin embargo, si estos diferenciales no son transitorios o no reflejan la convergencia de los niveles de precios, pueden señalar una evolución divergente de los costes o ineficiencias estructurales como la existencia de rigideces nominales y reales en los mercados de productos y de trabajo. Unos diferenciales de inflación persistentes podrían causar pérdidas de competitividad-precio más prolongadas y un deterioro de la balanza por cuenta corriente<sup>3</sup>. Estas pérdidas de competitividad pueden generar externalidades negativas muy problemáticas y, en último término, la necesidad de aplicar políticas estructurales para abordarlas.

**La elevada inflación ha provocado un incremento de los costes laborales unitarios (CLU) y de los beneficios unitarios en muchos países de la zona del euro.** En general se considera que el alza de los CLU nominales, definidos como la remuneración de los asalariados por unidad de PIB real, es un importante factor determinante del aumento sostenido de la inflación subyacente interna. Aunque la evolución de los CLU ha sido difícil de interpretar en los últimos años porque la contabilización de los programas de mantenimiento del empleo y la reasignación sectorial han estado afectando a la dinámica de estos costes, sigue proporcionando señales útiles para evaluar los riesgos antes citados de que se produzcan divergencias en la competitividad-precio entre los países de la zona del euro y las presiones de costes procedentes del mercado laboral<sup>4</sup>. La perturbación en el suministro de energía que ha elevado la inflación desde mediados de 2021 ha estado acompañada de un fuerte aumento de los CLU y del crecimiento de los beneficios unitarios. Por una parte, los CLU se incrementaron un 8 % en la zona del euro entre el final de 2019 y el final de 2022, impulsados por los intensos avances de la remuneración por asalariado, mientras que la productividad se estancó. La heterogeneidad entre países ha sido significativa. Los mayores incrementos de los CLU se observaron en los países bálticos (hasta el 28 % en Lituania), Luxemburgo y Eslovaquia. Por otra, el crecimiento de los beneficios unitarios, definido como el excedente bruto de explotación y la renta mixta divididos por el PIB real, fue superior al de los CLU. Así, desde una perspectiva contable y atendiendo al deflactor del PIB, el crecimiento de los beneficios unitarios contribuyó más que el avance de los CLU<sup>5</sup> a la inflación interna. Este diferencial fue especialmente acusado en Grecia, Letonia, Chipre, Eslovenia, Malta, Alemania y Estonia (gráfico B), lo que sugiere que la subida de los costes de los insumos, entre ellos los de la energía importada y los de otros bienes intermedios, no se vio amortiguada por los beneficios ni tuvo un impacto negativo en los beneficios unitarios<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Véase C. Checherita-Westphal, N. Leiner-Killinger y T. Schildmann, «Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited», *Working Paper Series*, n.º 2774, BCE, 2023.

<sup>3</sup> Véanse M. Obstfeld y K. Rogoff, «The unsustainable US current account position revisited», *NBER Working Paper*, n.º 10869, 2004, y Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, «Competitiveness and external imbalances within the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 139, BCE, 2012.

<sup>4</sup> Véase C. Giordano y F. Zollino, «Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries», *Working Paper Series*, n.º 1789, BCE, 2015.

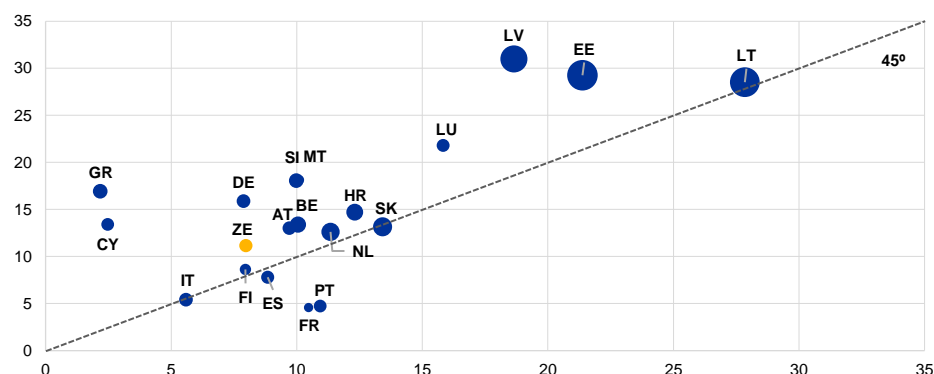
<sup>5</sup> Véase O. Arce, E. Hahn y G. Koester, «How tit-for-tat inflation can make everyone poorer», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo de 2023.

<sup>6</sup> Para un análisis sobre la forma en que los beneficios han contribuido a la inflación de la zona del euro, véase el recuadro 3 titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este *Boletín Económico*.

## Gráfico B

### Crecimiento de los beneficios unitarios y de los CLU

(eje de abscisas: variación porcentual acumulada de los CLU entre 2019 y 2022; eje de ordenadas: variación porcentual acumulada de los beneficios unitarios entre 2019 y 2022; tamaño de los círculos: tasa media de variación interanual del IAPC en 2022)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los CLU se definen como la remuneración por asalariado dividida por la productividad del trabajo. Los beneficios unitarios se definen como el excedente bruto de explotación y la renta mixta divididos por el PIB real. No se incluyen los datos correspondientes a Irlanda.

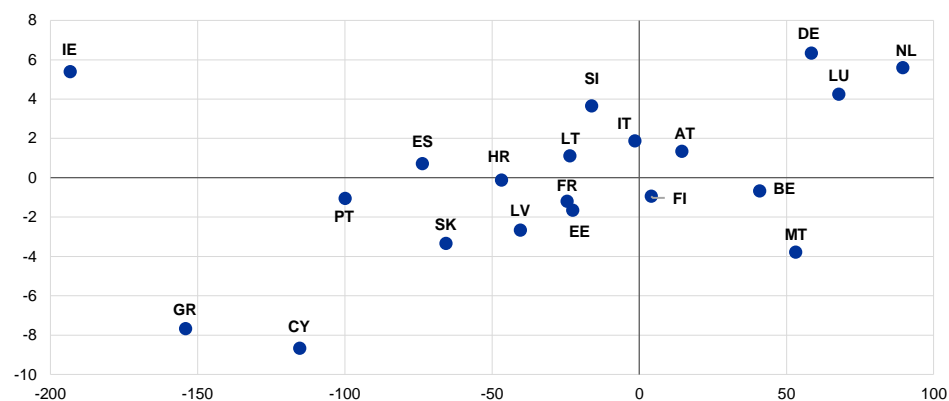
### La evolución de la balanza por cuenta corriente sugiere escasos avances en la corrección de los desequilibrios.

En los años que precedieron a la pandemia se produjo un proceso de reajuste dentro de la zona del euro en forma de corrección significativa de los CLU y de mejora de las balanzas por cuenta corriente de los países que inicialmente presentaban niveles de competitividad bajos y un elevado volumen de pasivos exteriores netos. Este reajuste fue parcial debido a las notables rigideces existentes en los mercados de trabajo y de productos, y se vio interrumpido por la pandemia en 2020-2021 y, posteriormente, por el repunte de los precios mundiales de la energía. Esta evolución llevó a un deterioro de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro —del 2,2 % del PIB en 2019 al -1 % del PIB en 2022—, que afectó tanto a los países con déficit como a los que registraban superávit. Al final de 2022, la posición exterior de varios países se situaba por debajo de los umbrales definidos en el cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) de la Comisión Europea. Chipre y Grecia permanecen por debajo tanto del umbral del -35 % del PIB establecido para la posición de inversión internacional neta (PIIN) como del -4 % del PIB fijado para la balanza por cuenta corriente. En cuanto a los restantes países con un volumen importante de pasivos exteriores, la balanza por cuenta corriente presenta un saldo considerablemente negativo en Eslovaquia, algo negativo en Portugal y ligeramente positivo en España. Al mismo tiempo, el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente de los principales países acreedores netos se ha mantenido en niveles significativamente elevados, aunque se ha reducido de forma sustancial en Alemania (gráfico C).

## Gráfico C

### Balanza por cuenta corriente y PIIN

(eje de abscisas: PIIN en porcentaje del PIB en el cuarto trimestre de 2019; eje de ordenadas: balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB, media de tres años [2020-2022])



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Los indicadores armonizados de competitividad (IAC) basados en los deflatores del PIB señalan prácticamente el mismo conjunto de países con las pérdidas de competitividad más acusadas desde el principio de la pandemia.

Los IAC proporcionan una medida más amplia de la competitividad-precio, dado que tienen en cuenta: i) la evolución del tipo de cambio del euro frente a los principales socios comerciales de los países de la zona del euro, ii) la evolución relativa de los indicadores de costes entre los socios comerciales y iii) y la evolución de las cuotas de comercio<sup>7</sup>. Las variaciones del IAC basado en el deflactor del PIB entre 2019 y 2022 indican que los países bálticos y Luxemburgo experimentaron fuertes pérdidas de competitividad-precio en comparación con sus competidores. En el caso de los países bálticos, el proceso de convergencia de los niveles de renta —comúnmente denominado «efecto Balassa-Samuelson»— no constituiría una pérdida de competitividad y puede explicar, en parte, la apreciación real<sup>8</sup>.

### En general, los cambios en la competitividad-precio observados desde la pandemia no parecen haber agravado ni corregido adicionalmente los desequilibrios externos.

Los últimos datos relativos a los IAC (gráfico D) no ofrecen una indicación clara de si el proceso de reajuste anterior a la pandemia se va a reanudar. La abultada posición deudora neta frente al exterior de algunos países de la zona del euro se ha reducido desde 2019 gracias al mayor crecimiento del PIB nominal. Con todo, seis países superaron el umbral del 35 % del PIB fijado en el PDM para los pasivos exteriores netos en el último trimestre de 2022<sup>9</sup>. Para

<sup>7</sup> Los IAC de los países de la zona del euro son equivalentes en términos conceptuales a los tipos de cambio efectivos reales de una moneda. Para más información, véase esta [página web del BCE](#). En este recuadro se utiliza la medida del IAC basada en el deflactor del PIB porque tiene en cuenta el precio de todos los bienes y servicios producidos internamente, incluido el impacto de los costes de los insumos adicionales al trabajo.

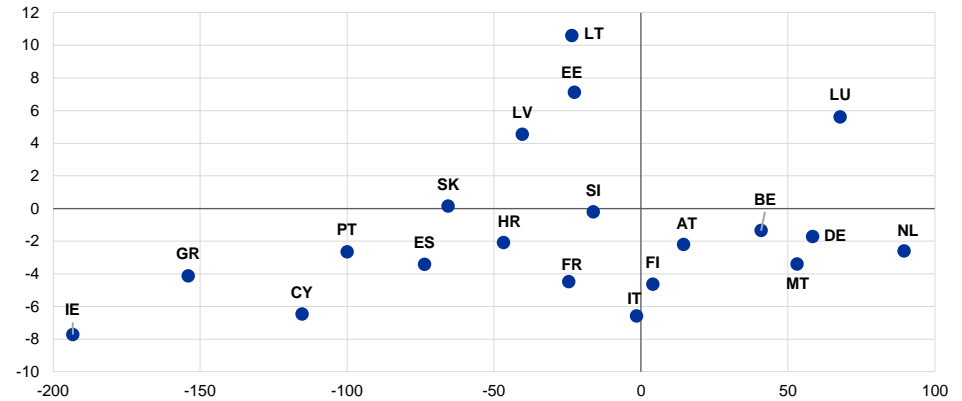
<sup>8</sup> Para más detalles sobre el impacto del efecto Balassa-Samuelson en las economías de la zona del euro, véase J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz y S. Muzikarova, «[Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 203, BCE, 2017.

<sup>9</sup> En Irlanda y Chipre, la PIIN se ve muy afectada por actividades específicas de multinacionales y de entidades de propósito especial sin vínculos directos con la economía nacional. Si esas actividades se excluyeran, la posición deudora neta frente al exterior se reduciría.

garantizar un reajuste sostenible, es necesario que se produzcan nuevos ajustes de los precios relativos. En el caso de los países de la zona con un elevado volumen de pasivos exteriores netos, ello requiere que la competitividad-precio aumente a través de un menor crecimiento de los CLU o de los beneficios unitarios.

### Gráfico D PIIN e IAC

(eje de abscisas: PIIN en porcentaje del PIB en el cuarto trimestre de 2019; eje de ordenadas: variación porcentual acumulada [2019-2022] del IAC [basado en deflatores del PIB]).



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los IAC basados en los deflatores del PIB ofrecen una perspectiva general de la competitividad-precio de cada país de la zona del euro con respecto a sus propios competidores principales en los mercados internacionales (zona del euro-20 y tipo de cambio efectivo-grupo de 41 socios comerciales). Se calculan sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de los socios comerciales de cada país de la zona del euro y se deflactan utilizando deflatores del PIB, que en algunos países se ven afectados por las actividades de multinacionales (Irlanda) y de entidades de propósito especial (Chipre). Los valores positivos de los IAC indican una pérdida de competitividad-precio y los valores negativos un aumento de la competitividad-precio. Puede consultarse información más detallada sobre los IAC en la página web del BCE [Harmonised competitiveness indicators](#).